Die

Ursachen des niedrigen Kursstandes deutscher Staatsanleihen

Eine Untersuchung

über

englischen, französischen und deutschen Staatskredit

INAUGURAL-DISSERTATION

DER STAATSWIRTSCHAFTLICHEN FAKULTÄT
DER KGL. LUDWIG-MAXIMILIANS-UNIVERSITÄT MÜNCHEN

ZUR

ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE

VORGELEGT VON

KARL KIMMICH

AGAD.
LUDLBAT.
BIBL.

STUTTGART
DRUCK DER UNION DEUTSCHE VERLAGSGESELLSCHAFT
1906

Angenommen von der staatswirtschaftlichen Fakultät
der Universität München.
Referent: Professor Dr. W. LOTZ

Die vorliegende Dissertation ist der erste Teil einer Arbeit, welche gleichzeitig als 77. Stück der „Münchener Volkswirtschaftlichen Studien, herausgegeben von Lujo Brentano und Walther Lotz", im Verlage der J. G. Cotta'schen Buchhandlung Nachfolger in Stuttgart und Berlin erscheint.

Vorwort

In der vorliegenden Abhandlung ist versucht worden, die Ursachen des verschieden hohen Kursstandes der deutschen, französischen und englischen Staatspapiere aufzudecken. Zu diesem Zwecke war die Geldmarktentwicklung in den drei Ländern auf längere Zeit zu analysieren. Hiefür wurde die Zeit von 1887 bis zum Ausbruch des russisch-japanischen Krieges gewählt.

Ich habe aus mannigfachen Gründen auf eine historisch vergleichende Darstellung verzichtet. Damit stand ich vor der Notwendigkeit, die historische Geldmarktentwicklung zu zerreißen, um die verschiedenen Ausführungen jeweils zu belegen. Nun darf aber die Kursentwicklung der Staatsfonds nicht aus dem Rahmen der allgemeinen Geldmarktentwicklung herausgenommen werden. Es ist bei der vielfachen Verkettung von Ursachen, deren Anteil an der Kurshöhe und Kursbewegung der Staatspapiere nicht rein festzustellen ist, unmöglich, mit künstlichen Isolierungen zu operieren. Und auch der Leser muß die verschiedenen Geldmarktfaktoren, wie die Bedeutung der Geldmarktkonkurrenten, Einflüsse des Staates bei Emission und Handel in Staatsfonds, die politischen, wirtschaftlichen und finanziellen Ereignisse, internationale Geldmarktkonstellationen u. a. m. in ihrer Wechselwirkung und in ihrem Einfluß auf Markt und Kurse der Staatsfonds erkennen können.

Um diesen Anforderungen bei der gewählten Darstellungsweise gerecht zu werden, habe ich die mit dem Geldmarkte in engstem Zusammenhange stehenden Staatsfondskurse stellenweise für längere Zeit verfolgt, als für die jeweils zu untersuchende und zu belegende Materie unbedingt nötig gewesen

wäre. Einflüsse sekundärer Art auf den Staatskredit, die in anderen Teilen der Arbeit zur Sprache gekommen sind, wurden damit zugleich mitbelegt. Von einer gesonderten historischen Beweisführung habe ich daher bei weniger wichtigen Kurseinflüssen Abstand genommen.

Ich hoffe, daß es mir so gelungen ist, den häufig gemachten Fehler zu vermeiden, falsche Beziehungen zu konstruieren und in der Begründung der Kursveränderungen einseitig zu werden.

Der Anhang gibt eine historische Übersicht der Geldmarktentwicklung der Jahre 1900—1904 in Deutschland, Frankreich und England. Mit diesem Anhang wollte ich dem Leser eine Stichprobe für die Richtigkeit der angestellten Untersuchungen und zugleich die andere Möglichkeit der Betrachtung, die rein historisch vergleichende, vor Augen führen.

Es ist mir eine angenehme Pflicht, meinem hochverehrten Lehrer, Herrn Prof. Dr. W. Lotz an dieser Stelle meinen wärmsten Dank auszusprechen. Er hat mir die Anregung zu vorliegender Arbeit gegeben und mich während ihrer Entstehung jederzeit mit Rat und Tat unterstützt.

München, im Juli 1905.

Karl Kimmich

Inhaltsverzeichnis

Seite

Erstes Kapitel. Höhe, Zunahme und Sicherheit der Staatsschulden Deutschlands, Englands und Frankreichs 1

Zweites Kapitel. Bedeutung des Staatsfondsmarktes 11

A. Konkurrenzeinflüsse, denen der Staat seine Anleihekurse nicht zu entziehen vermag

Drittes Kapitel. Geldmarktkonkurrenten 19

A. Allgemeines 19

B. Im Besonderen 23

I. Bundesanleihen und Kolonialanleihen 23

II. Hypothekarkredit 34

III. Kommunalkredit in Deutschland und England . . . 51

IV. Die Industrieansprüche in ihrer Bedeutung für den Staatsfondsmarkt 60

V. Ausland und Geldmarkt 68

B. Einfluß des Staates auf Markt und Kurse seiner Fonds

Viertes Kapitel. Anpassungsfähigkeit des Staates an die Wünsche und Gewohnheiten der Kapitalisten (durch Mittel technischer Art beim Handel in Renten) 87

Fünftes Kapitel. Erhöhung der Marktfähigkeit der Staatsfonds durch Verkehrserleichterungen 95

Sechstes Kapitel. Einmischung des Staates in die Organisation der Nachfrage nach Staatsfonds und in ihre Kursgestaltung 108

I. Sparkassenwesen und Fondsbewegung öffentlicher Kassen.

II. Einflußnahme auf Finanzinstitute.

III. Amortisation der Staatsschuld.

IV. Kreis der mündelsicheren Anlagewerte.

Siebentes Kapitel. Emissionen und Konversionen und ihr Einfluß auf den Markt der Staatsfonds 163

A. Die Emissionen 163

I. Emissionsmodus 163

II. Festsetzung des Emissionspreises und Zeit und Häufigkeit der Emissionen 167

III. Emissionsbedingungen und Reduktion der gezeichneten Summen mit besonderer Rücksicht auf die Klassierung 219

B. Konversionen. Technik und Zeit ihrer Durchführung . . 234

Achtes Kapitel. Klassierung der Staatsfonds 259

Schlußzusammenfassung 271

Benützte Literatur

Fremdsprachliche Literatur:

The Economist, Jahrgänge 1887—1904.
Institute of Bankers, Jahrgänge 1890 u. ff.
Finance Accounts of the United Kingdom 1898/99—1901/1902.
National Debt Return 1768—1890. London 1891.
Fenn of the Funds von S. F. van Oss, London 1898.
Sidney Buxton, Finance and Politics, 2 Bände, 1888.
Palgrave, Dictionnary of Political Economy 1901.
Economiste français, Jahrgänge 1887—1904.
Journal des Economistes, Jahrgänge 1887—1904.
Moniteur des intérêts matériels, verschiedene Jahrgänge.
A. Raffalovich, Le marché financier, Jahrgänge 1892—1903.
Geschäftsberichte des Crédit foncier, Crédit Lyonnais, Banque de France, Comptoir national d'Escompte etc.
Bulletin de statistique et de législation comparée.
Journal de statistique.
Courtois, Manuel des fonds publics.
Courtois fils, Traité des opérations de Bourse et de Change, Paris 1882.
Fachan, La Rente. Paris 1904.
Jannet, Le capital, la spéculation et la finance au XIX siècle, 1892.
Paul Leroy Beaulieu, Essai sur la répartition des richesses et sur la tendance d'une moindre capitalisation. Paris 1888.
Derselbe, Traité de la science des finances, verschiedene Auflagen, besonders die von 1891 und 1899.
Raph. Georges Lévy in Revue des deux mondes 1898.
Neymarck, Finances contemporaines 1872—1904.
Nogaro, Le rôle de la monnaie dans le commerce international.
Nouveau Dictionnaire d'Economie politique par Léon Say, 1900 Paris.
A. Raffalovich und Yves Guyot, Dictionnaire de commerce et de l'industrie. Paris 1901.
Léon Say in Annales de l'Ecole des sciences politiques, Band I, 1886.

Sayous, Les Bourses allemandes. Paris 1898.
Vliehbergh, Le Crédit foncier. Paris 1898.
Vührer, Histoire de la dette publique en France. 2 Bände, 1866.

Deutsche Literatur:

Frankfurter Zeitung, Jahrgänge 1887—1904.
Der deutsche Ökonomist, Jahrgänge 1887—1904.
Reuters Finanzchronik, Jahrgänge 1896—1903.
Berliner Börsenzeitung, verschiedene Jahrgänge.
Bankarchiv.
Der Aktionär (Frankfurt), Jahrgänge 1887—1904.
Salings Börsenjahrbücher, Jahrgänge 1887—1904.
Neumanns Kurstabellen.
Conrads Volkswirtschaftliche Chronik 1897—1903.
Geschäftsberichte der Deutschen Diskontogesellschaft, Dresdner Bank, Bank für Handel und Industrie, Festschrift der Diskontogesellschaft.
Prospekte der verschiedenen Staatsanleihen.
Bachmann, Effektenspekulation mit besonderer Rücksicht der Ergebnisse der deutschen Börsenenquête 1898.
Buchenberger, Finanzpolitik und Staatshaushalt im Großherzogtum Baden 1850—1900. Erschienen 1902.
Auluis de Bourrouill in Conrads Jahrbüchern. Neue Folge. Band 18.
L. Delbrück, Reichs- und Staatsanleihen im Juniheft 1904 der preußischen Jahrbücher.
Eberstadt, Der deutsche Kapitalmarkt im Jahre 1899. Erschienen 1901.
Ehrenberg, Fondsspekulation und Gesetzgebung.
Hecht, Europäischer Bodenkredit. Bd. II, 1904.
Hilsenbeck, Die Deckung der Kosten des Krieges in Südafrika von 1899—1902 auf Seite Englands. Stuttgart u. Berlin 1904.
v. Hock, Die Finanzverwaltung Frankreichs. Stuttgart 1857.
P. Homburger, Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870—1903. Frankfurt 1905.
Hoschke, Effektenterminhandel und Börsenreform 1896.
Jaffé, Das englische Bankwesen. Leipzig 1905.
Jakob, Theorie der Staatsanleihen 1897.
Jastrow, Verhandlungen des Nürnberger Städtetages 1899.
Jörgens, Die Trustgesellschaften. Münchner Volkswirtschaftliche Studien. 54. Stück.
Jubiläumsschrift der Reichsbank.
Kaehler, Die preußischen Kommunalanleihen. Jena 1897.
Kahn, Geschichte des Zinsfußes in Deutschland. 1884.
Kaufmann, Die Finanzen Frankreichs. Leipzig 1882.

Lotz, W., Die Technik des deutschen Emissionsgeschäftes. Leipzig 1890.
Derselbe, Die Börsenreform. Dresden 1897.
Reginald Maync, Der Diskont. Leipzig 1899.
Robert Mills, Die Pariser Börse; ihre Usancen und Operationen 1902.
Nußbaum, Die preußische Seehandlung; Annalen des Deutschen Reiches 1905.
Eugen Richter, Entstehung der preußischen Anleihen.
Riecke, Die württembergische Staatsschuld. Finanzarchiv 1885.
Rosendorf in Conrads Jahrbüchern 1901: Goldprämienpolitik der Banque de France und ihre deutschen Lobredner.
Sänger, Die englische Rentenschuld im Finanzarchiv 1891.
Saling, Börse und Börsengeschäfte, 8. und 9. Auflage.
Sattler, Schuldenwesen des preußischen Staates und des deutschen Reiches. Finanzarchiv 1893.
Schriften des Vereins für Sozialpolitik. Bd. 110, 1903.
Schwarz, Otto, Staatsschuldentilgung in den größeren europäischen und deutschen Staaten. 1896.
Ströll, Moritz, Neueste Konversionsära in Deutschland in Conrads Jahrbüchern 1886.
Struck, Die Effektenbörse in Schmollers Jahrbüchern. Band III, 1881.
Sydow, Theorie und Praxis in der Entwicklung der französischen Staatsschuld. Jena 1903.
Verhandlungen des Bankiertages.
Voye, Über die Höhe der verschiedenen Zinsarten von 1815—1900. Jena 1902.
Wagner, Adolf, Artikel „Staatsschulden" in Bluntschlis St.W.B. Band X, ferner bei Schönberg Bd. III, 4. Auflage.
Warum zahlt der Franzose 2%, der Deutsche 5% Diskont? Flugschrift.
Weber, Adolf, Depositen- und Spekulationsbanken 1902.
Weill, Die Solidarität der Geldmärkte. Frankfurt 1903.
Wicksell, Knut, Wert, Kapital und Rente. Jena 1893.
Wolf, Henry, Die englischen Sparkassen bei Conrad 1886.
Zorn, Konrad, Über die Tilgung von Staatsschulden. Tübingen 1905.
Lehrbücher der Finanzwissenschaft von Rau, Lorenz v. Stein, Adolf Wagner und Roscher.

Erstes Kapitel

Höhe, Zunahme und Sicherheit der Staatsschulden Deutschlands, Englands und Frankreichs

Moderne Staaten mit konsolidierten Verhältnissen im Innern und mit geordneten Finanzen werden als ewige Wesen angesehen und erhalten in normalen Zeiten unter allen Schuldnern im Inlande die günstigsten Kreditbedingungen. Nur in Staaten, in denen jene Vorbedingungen mehr oder weniger fehlen, kommt es vor, daß andere Schuldner billiger und leichter Kredit erhalten als der Staat selbst. Wer und was bestimmt nun die Höhe des Staatskredites? Etwa nur das Vertrauen des Gläubigers in die Kreditwürdigkeit und jeweilige Finanzlage des Schuldners? Bei den Staaten, von denen wir ausgegangen sind, sicherlich nicht. Die Kapitalisten in Deutschland, Frankreich und England pflegen nicht in erster Linie die Sicherstellung der verschiedenen Anleihen zu prüfen, um danach ihre Verzinsungsansprüche zu bemessen. Sie richten diese Ansprüche vielmehr nach dem Einkommen, das sie aus anderen Rentenpapieren ziehen können, oder nach dem landesüblichen Zinsfuße. Der verschieden wohlfeile Staatskredit in den einzelnen Ländern ist also eine Wirkung von Ursachen, die in normalen Zeiten nicht bloß von der jeweils verschiedenen Kreditwürdigkeit der drei Staaten ausgehen. Man halte fest: Die Staatsfonds sind wie jedes andere festverzinsliche Wertpapier vor allem ein Effektentypus und als solcher einer Menge von Einflüssen, wie Zins- und Konjunkturveränderungen, Konkurrenz der verschiedenen Borger am Geldmarkte, Kreditorganisation u. a. m. unterworfen. Diese Faktoren bestimmen — immer normale Zeiten vorausgesetzt — das jeweilige Kursniveau der Staatsfonds, d. h. den Staatskredit. Das Wort „Staatskredit“ gibt mehr die Bedingungen an, unter denen der Staat Kredit erhält, als die Schätzung, in der die Nation

steht, oder welche ihr auf Grund ihrer finanziellen oder politischen Lage zukommt. Es könnte demnach überflüssig erscheinen, in gefestigten und geordneten Staaten die Lage des Staatskredites im Zusammenhang mit der Finanzlage zu erörtern. Mit nichten! Wenn auch ohne äußeren Anlaß die Staatsgläubiger sich weniger um das Verhältnis zwischen Staatseinnahmen und Ausgaben und die Höhe der Zinsenziffer der Staatsschuld kümmern, wird in kritischen Zeiten politischer, ökonomischer und finanzieller Art doch vor allem die Sicherstellung der Staatsschulden geprüft und der früher durch Einflüsse aller Art veränderte Staatskredit der Finanzlage angepaßt. Von dem allgemeinen Vertrauen in diese hängt fernerhin auch die Elastizität des Staatskredites ab.

Zunächst einige Aufschlüsse über das Anwachsen und die Last der Staatsschulden in den drei Ländern:

Bis 1868 hatte die Staatsschuld Preußens dank ihrer raschen Tilgung kaum zugenommen. Die Schuld belief sich damals auf den verschwindend kleinen Betrag von 270 Millionen Mk. Es ist also eine relativ sehr junge Erscheinung, wenn sie bis 1887 auf 4182 Millionen Mk., bis 1903 sogar auf 6889,4 [1]) Millionen Mk. (vor allem infolge von Verstaatlichung der Eisenbahnen) angewachsen ist. Preußen steht mit dieser raschen Schuldenzunahme nicht allein da. Auch die Schulden der meisten größeren Bundesstaaten, besonders aber des Reiches selbst vermehren sich sehr rasch:

in Millionen Mk.:

	Reich:	Württemberg [3])	Sachsen	Baden	Bayern [6])	Hamburg [3])
1887	540,2	424	647,8 (1889)	334,3 [5])	1351,9	194,16
1903 [2])	2813,5	520	980,1 [4])	425,0	1683,5 (1902)	489,4

[1]) Gesamtschuld nach dem statistischen Jahrbuch für den preußischen Staat 1903. Siehe ferner Tabelle 1.

[2]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1904 inkl. 80 Millionen Mk. Schatzanweisungen und exkl. Reichskassenscheine. Siehe ferner Tabelle 1.

[3]) Nach Staatsvoranschlägen.

[4]) Nach Salings Börsenjahrbüchern.

[5]) Eisenbahnschuld nach Buchenberger: Staatshaushalt im Großherzogtum Baden.

[6]) Nach dem statistischen Jahrbuch für das Königreich Bayern.

Inklusive der preußischen Staatsschuld sind sie von 7674,4 Millionen Mk. im Jahre 1887 auf 13800 Millionen Mk. im Jahre 1903, also um 80% in 16 Jahren gestiegen. Im Jahre 1904 war der Gesamtumlauf an Reichs- und Staatspapieren rund 15000 Millionen Mark. Davon entfielen auf das Reich und Preußen über $^2/_3$. Wegen ihrer vorherrschenden Stellung sollen daher Reichsanleihen und Konsols in folgenden Ausführungen besonders ins Auge gefaßt werden.

Es drängt sich nun die Frage auf, ob dieses rasche Anwachsen für die Sicherheit der Anleihen nicht bedenklich ist und aus diesem Grunde der Staatskredit nicht ungünstig beeinflußt werden kann. Um die Grundlagen des Wertes der Staatsfonds annähernd zu ermitteln, gibt es verschiedene Methoden. Am besten setzen wir die Zinsenlast der Staatsschuld zu den Budgetziffern in Beziehung, wobei allerdings die Höhe der Besteuerung des Volkes, die Ergiebigkeit der Steuerquellen u. a. m. außer Betracht bleiben. Für die Reichsschuld wurde 1903 das Zinserfordernis auf nur 99,75 Millionen Mk. veranschlagt bei einer Höhe der ordentlichen Reichseinnahmen von 2225 Millionen Mk. (Bruttoetat). Preußens Staatsschuld erforderte für 1903 229,76 Millionen Mk. Zinsendienst, d. h. erst 9% der Budgeteinnahmen desselben Jahres von 2602 Millionen Mk. (Bruttoetat). Allein der Überschuß der preußischen Staatseisenbahnen in genanntem Jahre belief sich (trotz verminderter Eisenbahneinnahmen seit Eintreten der Stagnationsperiode) auf ungefähr das Doppelte des ganzen Schuldendienstes. Wir möchten nicht etwa dem produktiven Erwerbsvermögen des Staates, resp. Einkünften hieraus vor anderen, z. B. Steuereinkünften, eine besondere Bedeutung für die Sicherheit der Anleihen beimessen, wenn wir nach den mitgeteilten Ziffern sagen, daß die finanziellen Grundlagen der preußischen Reichsanleihen und Konsols die denkbar günstigsten sind [1]). Die gesamten Staatsausgaben beliefen sich Anfangs des 20. Jahrhunderts für Reich und Bundesstaaten [2]) auf

[1]) Miquel erklärte sie im Reichstage 1899 sogar für die besten der Welt.

[2]) Nach Zusammenstellung in den Vierteljahrsheften zur Statistik für das Deutsche Reich auf Grund einzelstaatlicher Mitteilungen der Budgetziffern pro 1900, 1901 und 1902.

6654 Millionen Mk. und ihre Staatsschulden zusammen auf 14,1 Milliarden Mk. mit einem Bedarf hiefür inkl. Tilgung von nur 588,4 Millionen Mk.

Bevor wir die Höhe der Staatsschulden Frankreichs und Englands dem Leser mitteilen, möchten wir ihn warnen, den absoluten Zahlen allzuviel Bedeutung beizumessen und empfehlen, ja nicht ohne weiteres aus Zahlenvergleichung der Schulden verschiedener Staaten auf deren finanzielle Lage und Kreditwürdigkeit Schlüsse zu ziehen. Falsch wäre auch, das Prozentverhältnis des Zinsendienstes der Staatsschuld zu den Budgetziffern in den verschiedenen Ländern etwa miteinander zu vergleichen. Die so verschiedene Höhe der Schulden ist u. a. darauf zurückzuführen, daß in den einzelnen Ländern der Kreis der Staatsaufgaben an sich, wie auch in seiner Abgrenzung gegen die Gemeinden und andere öffentlichen Verbände, verschieden weit gefaßt ist. In England z. B. hat die Regierung den Gemeinden vieles überlassen, was in Frankreich in den Bereich der Staatstätigkeit gezogen ist. Des weiteren ist die Verteilung des aufzubringenden Staatsbedarfes durch Steuern und Anleihen in den einzelnen Staaten grundverschieden.

Frankreich hatte von 1848—1871 die zweitgrößte Schuld Europas. Seit 1872 marschiert es an der Spitze aller zivilisierten Nationen und hat mit ca. 30½ Milliarden Fs.[1]) Totalschuld auch den Rekord pro Kopf der Bevölkerung d. h. bei 38269000 Einwohnern ca. 800 Fs. pro Kopf, England 415 Fs., Deutschland 295 Fs., Holland 484 Fs., Italien 419 Fs. Die französische Staatsschuld ist in dem uns speziell interessierenden Zeitraum kaum zurückgegangen[2]). Im Jahre 1887 beanspruchte die Zinsenlast der Schuld (30419 Millionen Fs.) mit 1375 Millionen Fs. nicht weniger als 43% der Budgeteinnahmen

[1]) Eine genaue Berechnung der Höhe der französischen Staatsschuld ist nach Mitteilungen von Caillaux (in seinem Budgetbericht) erst vom Jahre 1900 ab möglich geworden. Bis dahin war weder Regierung noch Publikum imstande, die genaue Höhe der Staatsschuld zu ermitteln. Daraus erklärt sich auch, daß die Angaben von Finanzschriftstellern über die Schuldenhöhe so sehr verschieden lauten. Man hat sie teilweise viel zu hoch, z. B. auf 35 und 36 Milliarden Fs., ja sogar auf 40 Milliarden Fs. geschätzt (nach Economiste français 7. Oktober 1899).

[2]) Siehe Tabelle 1.

(3,2 Milliarden Fs.). In der Folgezeit hat sich zwar die Verhältniszahl vermöge vermehrter Budgeteinnahmen (namentlich in den etwas günstigeren Finanzjahren 1895—1900) und Reduktion der Staatsschuldenlast durch Konversionen und leichte Tilgungen etwas ermäßigt. Aber diese Besserung ist mehr scheinbar als innerlich wahr. Denn einmal sind die Steuerzahler in Frankreich sehr stark — weitaus am höchsten in den drei Ländern — belastet, dann aber steht das Anwachsen des Budgets in neuerer Zeit im Mißverhältnis mit der Einkommensbewegung, mit andern Worten, das Budget ist schwerer aufzubringen. Wie sich aus Erbschafts- und Mobiliarsteuerstatistik [1]) nachweisen läßt, ist das Volkseinkommen von 1880

[1]) In Frankreich kann man aus der Bewegung der auf das Bruttovermögen erhobenen Erbschaftssteuern auf die des Privatvermögens Schlüsse ziehen, wobei aber nicht etwa eine proportionale Zunahme beider angenommen werden darf. Bei einem solchen Vergleich ist die Veränderung des landesüblichen Zinsfußes und die Bewertung der Immobilien durch Fiskus seit 1871 (bis dahin wurden ländliche Immobilien zu 5 %, seitdem aber zu 4 % kapitalisiert), ferner die jährliche Sterblichkeit und die heutzutage größere Verschuldung des Vermögens durch die Industrie- und Handelsentwicklung zu berücksichtigen. Dies beeinflußt die Bedeutung der Erbschaftswerte, ohne an den Vermögenssummen der Privaten etwas zu ändern. Folgende Tabelle ist der Erbschaftssteuerstatistik des Bulletin de statistique entnommen:

Zunahme der Erbschaftswerte und Schenkungen in Millionen Fs.

1869 . . .	4567,0	1886 . . .	6387,6
1872 . . .	5078,9	1887 . . .	6407,1
1873 . . .	4744,4	1888 . . .	6330,5
1874 . . .	4927,1	1889 . . .	6000,7
1875 . . .	5302,7	1890 . . .	6748,4
1876 . . .	5769,9	1891 . . .	6800,2
1877 . . .	5466,9	1892 . . .	7417,0
1879 . . .	6106,8	1893 . . .	6719,3
1880 . . .	6382,9	1894 . . .	6744,6
1883 . . .	6305,9	1899 . . .	6766,0
1885 . . .	6428,4		

Nach ihr ist 1880—1894 eine Zunahme der Erbschaftswerte von nur 5,7 % erfolgt. 1880—1889 tritt die Abnahme schon in der absoluten Höhe der Erbschaftssummen zu Tage. Das Jahr 1890 wird durch die günstigen Folgen der Weltausstellung für das Privatvermögen beeinflußt.

bis 1895 lange nicht in gleichem Maße fortgeschritten. Allerdings haben die Berechnungen auf Grund dieser Statistiken

---

Die Jahresziffern von 1890—1892 sind durch eine große Sterblichkeit künstlich gehoben. 1892—1895 ist eine Verminderung von 650 Millionen Fs. eingetreten infolge der Einkommensreduktion der Kapitalisten durch Konversionen und partiellen oder totalen Bankrott einer Anzahl Staaten. Nun ist der Landeszinsfuß von 1890—1895 von 3 ½ auf 3 % gefallen. Also schlägt die nicht gerade starke Zunahme der Privateinkünfte in ihr Gegenteil um. Die Zunahme des Enregistrementertrages von 1898 bis 1899 von 10 Millionen Fs. (542 ½ Millionen Fs.) kommt fast allein von einem größeren Erbschaftssteuerertrag (9 Millionen Fs. mehr als 1898) und dieser wiederum von einer erhöhten Sterblichkeit. Die zweifellose Mitwirkung fiskalischer Maßregeln bei den Steuerziffern haben nur akzessorische Bedeutung. Auch nicht besonders günstige Perspektiven eröffnen die Erträge der Couponsteuer. Sie brachte der Staatskasse

1883 . . .	Fs. 48 225 000	(damals noch 3 %; auf 4 % gebracht 64,3 Millionen Fs.)
1888 . . .	„ 50 799 000	(damals noch 3 %; auf 4 % gebracht 67,733 Millionen Fs.)
1891 . . .	„ 70 393 000	
1894 . . .	„ 66 208 000	
1896 . . .	„ 62 000 000	
1897 . . .	„ 68 497 000	
1898 . . .	„ 70 197 000	
1899 . . .	„ 74 291 000	
1900 . . .	„ 78 993 000	

also 1898 nur 3,6 % mehr als 1888, aber damit immer noch weniger als 1891, trotz Umwandlung einer Anzahl Unternehmungen in Aktiengesellschaften, wodurch die Steuerbeträge sich bedeutend hätten heben sollen. Da außerdem die Amortisationsprämien von der Steuer betroffen sind und seit Gründung der großen Unternehmungen wie Eisenbahngesellschaften, Gas- und Wassergesellschaften, Crédit foncier etc. die Zahl der jährlich zur Rückzahlung kommenden Obligationen immer größer wird, so folgt, daß ein Teil des Überschusses in den 10 Jahren die Amortisationsprämie, nicht aber die Mehreinkommen betrifft. Die Verminderung von 1890—1896 hat große Unruhe hervorgerufen. Der wahre Grund aber war der: Gemäß einer gerichtlichen Entscheidung mußte die Finanzverwaltung verschiedenen Eisenbahngesellschaften mehrere Millionen, die sie früher für Stempel und Steuern auf deren Titres einkassiert hatte, zurückerstatten. Die Mobiliarsteuer gibt von der Einkommensbewegung, da diese in Frankreich immer mehr zu Gunsten der Mobiliarwerte sich verschiebt (Neymarck, Finances contemporaines), kein so richtiges Bild. Das Anwachsen des Steuerertrages in den jüngsten Jahren hängt mit

nur approximativen Wert und machen keinen Anspruch auf Exaktheit. Sie geben aber, vorsichtig benützt, ungefähr ein Bild der Bewegung des Einkommens, das, wenn überhaupt, dann nur leicht zugenommen hat. Gleichzeitig sind aber die Budgeteinnahmen um 430 Millionen Fs. angewachsen [1]). Man kann dieser Zunahme schon wegen der stationären Bevölkerung des Landes nicht ebenso ruhig zusehen, wie der in England und Deutschland, wo sich die Bevölkerung sehr rasch vermehrt. Setzt man nun gar die Entwicklung der Budgeteinnahmen von 1870—1892 mit dem Staatsschuldendienst in Beziehung, so ergibt sich, daß von den 1082 Millionen Fs. Mehreinnahmen 71,62% von den Mehrausgaben der Staatsschuld verschlungen worden sind, was bei Würdigung des verhältnismäßig langsamen Fortschreitens der französischen Volkswirt-

---

zunehmendem Mißtrauen, ausgehend von den Ereignissen in China, dem Transvaalkriege, vor allem der inneren politischen und ökonomischen Lage (siehe Anhang) etc. zusammen; daher die Bevorzugung des Effektenbesitzes.

[1]) Um einen Vergleich der Staatsbudgets zu ermöglichen, ist dem ordentlichen Budget von 1880 mit 2749 Millionen Fs., die damals auf dem Budget sur ressources spéciales figurierende Summe von 609 542 000 Fs. hinzuzufügen. Ferner standen im Budget von 1880 für Amortisation der Staatsschuld 144 Millionen Fs. mehr als in dem von 1895. Diese Summe, sowie 116 Millionen Fs., die 1880 für Eisenbahnbauten mehr als 1895 verausgabt wurden, sind von ersterem Budget in Abzug zu bringen, um das wirkliche Budgetanwachsen zu eruieren. Noch ist zu berücksichtigen, daß durch Konversion der 5% Rente in 4 ½ und dann in 3½% ige 102 Millionen Fs. jährlich gespart worden sind, um welchen Betrag die Ausgaben sich hätten vermindern sollen. Unter Heranziehung all dieser Momente ist das Budget um mindestens 430 Millionen Fs. angewachsen, nämlich 1880

	Fs. 2 749 485 756
	„ 609 542 925
	Fs. 3 359 028 681
— 116 Millionen	
— 144 „	
— 102 „	Fs. 362 000 000
1880	„ 2 997 028 681
1895	„ 3 428 176 805
	Fs. 431 148 124

(nach Angaben im Economiste français 1896).

schaft seit 1870 umsomehr ins Gewicht fällt, als der größte Teil der vermehrten Staatsschuld unproduktiver Natur ist[1]). Auch die neueste Budgetentwicklung ist wenig befriedigend. Das Finanzjahr 1901 schloß mit einem Defizit von 125 Millionen Fs.[2]), das Jahr 1902 mit 279,18 Millionen Fs.[3]); das von 1903 wurde auf 115 Millionen Fs. geschätzt[4]). Rouvier hat bei der allgemeinen Diskussion im Senat angekündigt, er werde bei der Butgetvorlage pro 1904 wieder sehr harte Opfer vom Steuerzahler fordern müssen. Überdies sind das zeitweise recht bedenkliche Anschwellen der schwebenden Schuld und die weitgehende Verwendung der Sparkassengelder durch den Staat wunde Punkte in der französischen Finanzwirtschaft. Näheres hierüber später.

Mußte nun ein solcher Gang der Finanzen nicht auf den Staatskredit zurückwirken? Die Rentenkurse sind zwar in neuerer Zeit nicht erschüttert worden, aber das fortwährende unheimliche Schuldenmachen hatte Anfang der 80er Jahre in Kapitalistenkreisen Zweifel an der Aufrichtigkeit der Finanzwirtschaft hervorgerufen. Das ängstliche Vermeiden neuer Rentenemissionen und ihr vollständiges Fehlen in den 90er Jahren hat jedoch das Vertrauen des Publikums zu der Staatsrente wieder stark gehoben. Das Bewußtsein des Volkes, daß trotz der Verschiedenheiten der Regierungsformen und trotz der Umwälzungen im Laufe des 19. Jahrhunderts doch die jeweiligen Regierungen immer die eingegangenen Verpflichtungen der vorhergehenden anerkannt haben, war besonders geeignet, sein Zutrauen zu der Staatsrente ungemein zu festigen. Die Sicherheit des dauernden Rentenbezugs und die Unantastbarkeit der Rente erscheint den Kapitalisten außer Zweifel.

Die älteste Staatsschuld in heutiger Form besitzt unter den drei Ländern England. Auf die Periode der Vermehrung von 1688 bis 1815 folgte die der Reduktion von 1815 bis Ende des 19. Jahrhunderts. Die englische Staatsschuld hatte am Schlusse der

---

[1]) Nach Sydow a. a. O. S. 202.

[2]) Offizieller Bericht zitiert nach Economiste français 1903.

[3]) Nach Antonin Dubost, Generalbericht an den Senat 1903.

[4]) Nach Berteaux, S. 62 des allgemeinen Budgetberichts pro 1903.

ersten Periode mit 902 Millionen £ ihren Höhepunkt erreicht und war damals die bedeutendste Staatsschuld Europas. Seitdem ist sie durch fast stetige Reduktion bis auf 736279000 £ im Jahre 1887 und 627½ Millionen £ im Jahre 1899 (vor Ausbruch des südafrikanischen Krieges) zurückgegangen. Ebenso die Last der Gesamtschuld pro Kopf der Bevölkerung; nämlich von 1815 mit 45 £ auf 28 £ 11 sh. 12 p., 28 £ 6 sh. 5 p. im Jahre 1861, 25 £ 1 sh. 2 p. im Jahre 1871, 22 £ 1 sh. 0 p. im Jahre 1881, 18 £ 1 sh. 5 p. im Jahre 1891, 16 £ 6 sh. 9 p. im Jahre 1897. Das Verhältnis des Schuldendienstes zum Totalbudget ist von 1837 mit 58½ % auf 22 % im Jahre 1897 (Zinsendienst nur noch 9 sh. pro Kopf der Bevölkerung, inkl. der Annuitätenrückzahlung 12 sh.) gesunken und erst infolge des Transvaalkrieges wieder auf 30⅓ % gestiegen. Seit Beendigung des Krieges tendiert, nachdem die Amortisation eingesetzt hat, die Verhältniszahl wiederum zu sinken. Die Besteuerung des englischen Volkes ist nicht beträchtlich, seine Steuerkraft aber eminent. Die Staatsschuldenlast ist umso leichter zu tragen, als sie sich gegen früher erheblich verringert hat. Wie der Glaube des Volkes in die glänzende Finanzlage des Staates unerschütterlich ist, steht auch die Sicherheit der Schuld, ohne daß der Staat ins Gewicht fallende Erwerbseinkünfte [1]) besitzt, außer jedem Zweifel. Die Stärke und Gesundheit der englischen Finanzen kam in der Festigkeit und Elastizität des Staatskredites zum Ausdruck.

Trotz der Schwierigkeit der Finanzvergleichung kann man den angestellten Untersuchungen entnehmen, daß Frankreich unter den dreien das finanziell am meisten belastete Land ist. Gleichwohl ist sein Staatskredit sehr günstig, während der des Reiches und Preußens der finanziellen Sicherstellung der Anleihen geradezu widerspricht. Man verfolge hiezu auf Tabelle 2 den Realzins der englischen Konsols, der deutschen Reichsanleihe und der französischen Rente.

Wir müssen also die Gründe der verschiedenen Höhe des Staatskredites in den drei Ländern tiefer suchen. Bei uns

---

[1]) Neben einigen kleineren Aktiven hat er 176 000 Suezkanal-Aktien im Besitze mit einem Werte 1903 von 27 935 000 £.

vermehren sich, wie wir sahen, im Gegensatze zu Frankreich und England, die Staatsschulden rapid. Das Zunahmeverhältnis ist aber in normalen Zeiten für die Höhe des Staatskredites viel bedeutungsvoller als das mehr oder weniger günstige Verhältnis von Budget- zu Zinsenziffern. Dem Borgsystem in seiner Rückwirkung auf Staatsfondsmarkt und Staatskredit ist Kapitel VII gewidmet.

Zunächst müssen wir, um die Abhängigkeit des Staatskredites von der jeweiligen Geldmarktlage richtig zu verstehen, uns über den Zusammenhang beider, d. h. über die Bedeutung des Staatsfondsmarktes im allgemeinen klar werden.

Zweites Kapitel

Bedeutung des Staatsfondsmarktes

Der Staat hat an einem widerstandsfähigen Markte für seine Fonds das größte Interesse. Je mehr Käufer und Verkäufer ihre Aufmerksamkeit auf den Staatsfondsmarkt konzentrieren, in umso engeren Grenzen bewegen sich in normalen Zeiten die Kursschwankungen der Staatspapiere. Denn sobald der Kurs nur unwesentlich zurückweicht, erscheint sofort eine Masse neuer Interessenten, welche in die weitere Kursgestaltung eingreifen. Auch in unruhigen Zeiten wird die Größe des Marktes öffentlicher Fonds, die Vermehrung der Masse zirkulierender Titres und die Zunahme der Käufer zur Folge haben, seine Widerstandskraft zu erhöhen. Die Zahl derer, die in diesem Falle aus Furcht realisieren, wächst nicht mit der Vermehrung der klassierten Titres und mit der Entwicklung der Klientele[1]). Der Markt absorbiert leichter, was zum Verkaufe kommt. Auf einem verläßlichen Markte kann man jede beliebigen Beträge jederzeit ohne größeren Kursverlust veräußern. Eine ganze Anzahl Kapitalbesitzer, vornehmlich Finanzinstitute wie Banken, Aktiengesellschaften, Versicherungsgesellschaften etc. sind daher gerne bereit, einen Teil ihrer laufenden Fonds und temporär verfügbaren Gelder auf diese Weise festzulegen. Für sie ist ein kursfestes Papier unerläßliche Vorbedingung. Nicht nur werden neue Interessenten für solche Staatsfonds angezogen, sondern auch ihre Kurse auf ein dauernd höheres Niveau gehoben, das mit der Umsatzmöglichkeit steigt. Ja noch mehr! Ein widerstandsfähiger Markt sichert dem Staate den Erfolg seiner Anleihen und vermittelt deren allmähliches Eindringen ins Volk. Auf seinem Bestehen beruht das Gelingen aller

[1]) Laveleye in Moniteur des intérêts matériels 1890.

Finanzoperationen überhaupt. Für den Staat ist endlich von hoher politischer Bedeutung, nicht nur militärisch, sondern auch finanziell aktionsbereit zu sein. Der moderne Kriegsschatz ist der Staatskredit.

Von diesen Gesichtspunkten aus haben englische Konsols und französische Renten viel Ähnlichkeit. Der Handel in ihnen ist so bedeutend, daß er alle anderen Transaktionen des Marktes merklich beeinflußt. Ihre Kurshaltung ist symptomatisch für die Lage des Geldmarktes überhaupt.

In Paris ist der Staatsfondsmarkt bedeutender und wichtiger als der jeder anderen Effektengattung. Im Jahre 1894 z. B. war die Rentenkulisse durch 120 Häuser[1]) vertreten, deren Kapital ins Unendliche ging. Diese Entwicklung ist ermöglicht worden durch die ungeheure Rentenmasse. Anfang 1904 bestanden nämlich 22 233 Millionen Fs. 3 % ewiger Rente und 3737 3 % amortisabler Rente[2]). Angebot und Nachfrage konzentrieren sich also nur auf 2 Typen. In 3 % amortisabler Rente hat sich wegen ihrer Unbeliebtheit nie ein lebhafter Handel entwickeln können. Die Hauptgeschäfte beziehen sich vielmehr auf 3 % ewige Rente, die seit 1825 besteht und sich durch fortwährende Emissionen besonders in den 40er und 50er Jahren immer mehr eingebürgert hat. Die Engagements in 3 % ewiger Rente nehmen häufig riesige Dimensionen an. Operationen von 90—150 000 Fs. Rente[3]) sind keine Seltenheit und bei jeder Verschiebung von wenigen Centimes im

---

[1]) Ottomar Haupt, Arbitrages et Parités.

[2]) Der Rest der Staatsschuld von nicht ganz 4 ½ Milliarden Fs. war in kurzfristigen Schatzscheinen und auf verschiedene Weise aufgenommen. Wenn diese Summe auch durch Verwendung für Staatszwecke der Landwirtschaft, dem Handel und der Industrie entzogen ist, konkurriert sie als Effektenart doch nicht direkt mit anderen Börsenwerten.

[3]) In Frankreich wird die Rente immer nur in Zinsprozenten eines nicht genannten Kapitales ausgedrückt. 3 Fs. Rente z. B. bedeutet ein Kapital, das zu 3 % verzinst, 3 Fs. abwirft, also 100 Fs. Eine andere Eigentümlichkeit der Pariser und Londoner Kursnotierungen besteht darin, daß der jeweilige Kurs bei sämtlichen Rentenpapieren sich inkl. der aufgelaufenen Zinsen versteht, so daß man zum Vergleich mit den Kursnotizen an deutschen Börsen die aufgelaufenen Zinsen vorher in Abzug bringen muß.

Kurse finden für Millionen Fs. Umsätze statt. An welch kleinen Kursschwankungen die Spekulation Interesse hat, beweist die Tatsache, daß im Parkett für 3 % ewige Rente Bruchteile von $2^1/_2$ cent., in der Kulisse sogar von $1^1/_4$ cent. notiert werden.

Ähnlich groß ist die Umsatzfähigkeit der englischen Konsols. Der Handel in ihnen wird genährt durch das Zuströmen reichlicher Geldmittel an die Börse von allen Seiten [1]). In England kam schon Mitte des 18. Jahrhunderts der 3% Typus durch Vereinheitlichung der Staatsschuld zur Vorherrschaft. Seit 1834 bestand die Konsolschuld nur noch aus 2 Typen, nämlich $3^1/_2$ und 3 % Konsols. Erstere gingen durch staffelmäßige Reduktion 1854 in 3%ige über. Von dem Versuche Gladstones im Jahre 1853, den $2^1/_2$ % Typus durch Konversion einzubürgern, bestehen heute noch 32 Millionen £. Im Jahre 1888 ist es dagegen Goschen gelungen, den Hauptstock der englischen Staatsschuld in der Höhe von 558 Millionen £ in eine $2^3/_4$ %ige Schuld zu verwandeln, die seit 1903 nur noch mit $2^1/_2$ % verzinst wird und bis 1923 unkündbar ist. Neben diesem Haupttypus, auf den sich vornehmlich unsere folgenden Betrachtungen beschränken werden, und den $2^1/_2$ % Konsols existieren noch $2^3/_4$ % Konsols, bis 1905 unkündbar, mit 4 647 000 £ und 41 Millionen £ 3% Local Loan Stocks. Fast die gesamte marktfähige englische Schuld ist also wie in Frankreich in einem Fonds vereinigt. $2^1/_2$ % Konsols werden mit einer Spannung von nur $^1/_8$—$^1/_{16}$ % zwischen Kaufs- und Verkaufskurs gehandelt [2]). Bei den übrigen Effekten ist die Kursspannung 1, 2 und 3%; bei Konsols von sämtlichen an der Stock Exchange gehandelten Werten am geringsten. „Es ist keine Übertreibung zu sagen, daß es an Tagen der Panik leichter ist, eine halbe Million £ Konsols zu verkaufen, als einen Käufer für 50 000 £

[1]) Im Journal of the Institute of Bankers 1901, S. 258 berechnete Giffen die dem Londoner short loan market zur Verfügung stehenden Summen auf 200—300 Millionen £.

[2]) Der Broker steht in Beziehung mit dem Publikum. Er nimmt die Aufträge entgegen, geht dann zu der Gruppe von Jobbers, die für den Markt des betreffenden Wertes gebildet ist und fordert einen derselben auf, einen Preis zu machen. Der Jobber sagt zwei Preise; zum einen muß er kaufen, zum anderen verkaufen. Er bildet also die Gegenpartei zur Ausführung eines Effektenauftrages.

indischer Kolonialstocks oder Eisenbahnobligationen zu finden“ [1]). Diese Worte finden ihre Bestätigung in den Vorgängen am Effektenmarkte vor und nach dem Zusammenbruch des Welthauses Baring Brothers im November 1890. Vor dem Bankkrach, der die ganze Welt in Aufregung gebracht hat, waren die Rentenpapiere durch das Publikum allgemein vernachlässigt; daher ihre Abwärtsbewegung. In der Oktoberliquidation begann bereits das Vertrauen zu schwinden, nachdem eine furchtbare Börsenkrisis in New York ausgebrochen war, und Gerüchte von Komplikationen erster Banken in Umlauf gesetzt worden waren. Viele stark in Effektenoperationen verwickelte Banken, ebenso die Spekulanten, veräußerten selbst ohne Zwang ihre Konsols. Waren diese doch immer noch die am leichtesten und mit geringstem Kursverlust verkäuflichen Werte! Die Baisse der Rentenpapiere war allgemein: Heimische Eisenbahnstocks wichen um 5—15%, durchschnittlich um 10% zurück; noch mehr gewisse amerikanische Eisenbahnwerte. Manche Effekten gaben oft um 5 Punkte in einem Tage nach, da eine Unmasse verpfändeter Stocks auf den Markt geworfen werden mußte. Am 7. November erhöhte die Bank von England zur großen Überraschung der Börse ihren Diskont auf 6%. Eine Woche später, zur Zeit der Medioliquidation, erneute sich die allgemeine Befürchtung größerer Bankrotte. Die Bank von England nahm bedeutende Posten Diskonten zu 7% an. Jetzt kam die Nachricht von Schwierigkeiten des Hauses Baring Brothers. Ein offener Marktzusammenbruch an der Liquidation konnte jedoch vermieden werden. Am 19. November trat ein panikartiger Zustand an der Börse ein, worauf eine Anzahl neugeschaffener Werte überhaupt unverkäuflich wurde. Konsols hielten sich während dieser Vorgänge in erstaunlich engen Grenzen, nämlich zwischen 93⅜ und 95. Andere gute Effekten hatten 10—20%, ja noch mehr ihres Wertes in der aufgeregten Abwärtsbewegung des Marktes verloren.

Bei uns ist es bis jetzt nicht gelungen, den Staatspapieren einen ähnlich widerstandsfähigen Markt zu verschaffen. Die Masse der in einem Typus vereinigten Fonds ist weit geringer

[1]) Institute of Bankers 1891.

als in Frankreich und England, jedoch im Reiche und in Preußen groß genug, um die Grundlage eines wenn auch nicht ebenso ausgedehnten, so doch widerstandsfähigen Marktes zu werden. Im Jahre 1895 existierte die preußische Staatsschuld in der Höhe von 6368 Millionen Mk.; die Reichsschuld von 2125 Millionen Mk. und beide bestanden in je 3 Typen. Im übrigen verteilt sich bei uns Angebot und Nachfrage auf eine große Menge von Staatsfonds.

Gerade in neuester Zeit genügen manchmal schon kleine Angebote, um die Kurse unserer Reichsanleihen und Konsols wider Erwarten stark zu drücken. Kleine wie große Anleger halten sich daher von Staatsfondsanlagen häufig zurück; insbesondere solche, welche Kapitalien vorübergehend festlegen wollen, ziehen Diskonten, Hypotheken, Reports etc. vor, da diese mit weniger Verlustaussichten verknüpft sind. Selbst der Staat findet für seine Emissionen den Markt nicht ebenso aufnahmewillig und zur Vermittlung geeignet vor, wie Frankreich und England. Das ganze Kursniveau der Staatsfonds leidet unter ihrer beschränkten Umsatzfähigkeit.

Welche Ursachen erklären nun diese Unzuverlässigkeit des Staatsfondsmarktes in Deutschland und welche Vorbedingungen müssen geschaffen werden, um dem abzuhelfen? Geben uns vielleicht Frankreich und England nachahmenswerte Beispiele an die Hand?

Auf diese Fragen findet der Leser Auskunft in nachfolgenden Untersuchungen, die sämtlich die Gründe der Veränderungen im Staatskredite klarlegen sollen. Alle Einflüsse auf die Staatsfondskurse aber übertragen sich unmittelbar an die Börse, wo der Staatsfondsmarkt konzentriert ist. Umgekehrt ist dieser von der jeweiligen Börsen- und Geldmarktlage abhängig.

Die Stellung des Staates auf dem Geldmarkte gleicht der eines Kaufmanns. Der Staat kann wie ein solcher auf die Höhe des Absatzes und den Preis der Waren, resp. Anleihen, einen Einfluß ausüben, der mit dem Grade der Anpassungsfähigkeit an die Handelsgebräuche, Gewohnheiten und Wünsche der Abnehmer etc. wachsen kann, der also von der Geschicklichkeit des Verkäufers abhängt. Anderseits unterliegen beide

sowohl der Heftigkeit der Konkurrenz ähnlicher Verkäufer am Waren- resp. Geldmarkte, wie der jeweils verschiedenen Gunst und Kaufkraft der Abnehmer. Mit der größeren oder geringeren Wirksamkeit dieser Momente erweitert oder verengert sich der Kundenkreis, hebt oder senkt sich der Preis der Waren, resp. die Rentabilität der Staatsanleihen. Der Staat kann zwar durch seine Macht und seine bei günstigen Finanzen erhöhte Kreditwürdigkeit den eigenen Anleihen gewisse Vorzüge vor anderen sichern; auch den Mitbewerb sonstiger am Markte erscheinender Konkurrenten kann er direkt oder indirekt abschwächen. Aber er vermag seine Anleihen nicht der Preis und Absatz beeinflussenden Wirkung dieser zu entziehen: Den Landeszinsfuß kann der Staat nicht bestimmen.

Hieraus ergibt sich von selbst folgende Disposition:

A) Konkurrenzeinflüsse, denen der Staat seine Anleihekurse nicht zu entziehen vermag.

B) Einfluß des Staates auf Markt und Kurse seiner Fonds.

A.

Konkurrenzeinflüsse, denen der Staat seine Anleihekurse nicht zu entziehen vermag

Drittes Kapitel

Geldmarktkonkurrenten

A. Allgemeines

Auch heute noch hört man oft sagen, bei uns hindere der Mangel an Kapitalreichtum das Sinken des Zinsfußes. Deutschland sei kapitalarm gegen England und Frankreich, und daher können unsere Staatspapiere keine so hohen Kurse einnehmen wie die dortigen. Einer solch oberflächlichen Betrachtungsweise ist entgegenzuhalten, daß es vor 1870 Berechtigung hatte, von Kapitalarmut Deutschlands zu reden. Heute dagegen fragen sich bereits die Franzosen, ob sie oder wir reicher sind [1]). Während bei uns das Nationalvermögen gerade in den letzten Jahrzehnten sich riesig vermehrt hat, ist es in Frankreich [2]) seit 1886 auch nicht entfernt so rasch vorangeschritten. Und eben in diese Zeit fiel die enorme Hausse der französischen Rente und die schlechte Haltung der deutschen Staatsfonds. Der Fehler, an dem solche Argumentationen leiden, ist, daß sie die übrigen Zinsbestimmungsgründe vollständig ignorieren, die doch ebenso wichtig für die Höhe der Zinssätze sind wie der Kapitalreichtum. Wir müssen daher notwendigerweise untersuchen, welche Richtungen der Kapitalstrom nimmt und wie sich die Intensität der übrigen Geldmarktkonkurrenten äußert. So kommen wir auf den Unternehmungsgeist in einem Lande als Bestimmungsgrund des Landeszinsfußes und auf seine periodischen Schwankungen. Diese hängen ab von industrieller Entwicklung, Immobilisationen, Kapitalverschiebungen, der Kon-

[1]) Lamprecht, Vorlesungen über Wirtschaftsgeschichte der jüngsten Vergangenheit.

[2]) Siehe Kapitel I.

kurrenz der übrigen Borger am Geldmarkte, der Dringlichkeit ihres Kapitalbedarfes, der Kreditorganisation und ähnlichem mehr.

Bevor wir jedoch in die Erörterung dieser Beziehungen eintreten, müssen die allgemeinen Wechselwirkungen zwischen Staatskredit und Geldmarktkonkurrenten klargelegt werden.

Die Konkurrenz der Marktwerte mit den Staatsanleihen wächst mit deren beiderseitigem Zunahmeverhältnis; der Einfluß der Masse eines Effektes kann hinter den der Neuemissionen, was die Schärfe der Konkurrenz anbelangt, zurücktreten. Denn wenn Rentenpapiere irgendwelcher Art schon vor Generationen zu bedeutender Höhe angeschwollen sind und ihr Umlauf nicht mehr vermehrt wird, sinkt mit der allmählichen Klassierung ihr Konkurrenzeinfluß; anders jedoch, wenn ein Rentenpapier rasch vermehrt wird und zu dem noch nicht genügend klassierten Material fortwährend neues hinzukommt. Um den Konkurrenzeinfluß eines Rentenpapieres richtig beurteilen zu können, muß man also neben seiner Masse vor allem sein Zunahmeverhältnis ins Auge fassen. Anderseits können Rentenpapiere, deren Zirkulation fortwährend vermindert wird, der Konkurrenz der übrigen Marktwerte zeitweise mehr oder weniger entrückt werden, so z. B. englische Konsols.

Nicht ohne Bedeutung für den Staatskredit ist die Art und Weise, wie die Geldmarktkonkurrenten ihre Kreditbedürfnisse befriedigen: Wahl des Emissionsmodus, Technik der Durchführung und vor allem Häufigkeit der Emissionen. Kommen die Schuldner zentralisiert oder dezentralisiert an den Markt? Besteht eine Effektenart in einer Unmenge von Typen, dann ist schon deren gegenseitige Konkurrenz und geringe Stabilität ihrer Kurse auf den Staatskredit von ungleich ungünstigerer Rückwirkung, als wenn nur wenige Typen in derselben Gesamthöhe bestehen.

Wenn ein Effekt durch seine Masse eine vorherrschende Stellung unter den Marktwerten einnimmt, dann pflegt seine Kursgestaltung als Regulativ für eine ganze Anzahl anderer Marktwerte zu dienen. Eine solch vorherrschende Stellung besitzt in Frankreich die Staatsrente. Nach dem Bulletin de statistique betrugen die im Jahre 1899 vererbten Summen

6766 Millionen Fs.; davon entfielen 45% auf Immobiliar-, 55% auf Mobiliarvermögen. Letzteres verteilte sich wie folgt: 1521½ Millionen Fs. wurden dargestellt durch Depositen in den Banken, Kontokorrentguthaben, Sparkassenbücher und Lebensversicherungspolicen; 2202½ Millionen Fs. durch Effekten, von denen 72% französische und 28% ausländische Werte waren [1]). Die französischen Staatstitres bildeten ca. 22% des Totalbetrages der 1899 vererbten Effekten. Eine Staatsschuld von 30½ Milliarden Fs. machte 24% des gesamten (nach der Statistik im Journal officiel auf Grund einer Regierungsenquête) auf 127,686 Milliarden Fs. im Jahre 1898 berechneten beweglichen Privatvermögens aus; eine Kursschuld von 26,2 Milliarden Fs. aber 40% des ebendaselbst auf 65,585 Milliarden Fs. berechneten Betrages aller in Händen von Franzosen befindlichen Effekten [2]) [3]).

Diese vorherrschende Stellung der Rente drückt der Kursgestaltung einer ganzen Anzahl anderer Marktwerte ihr Gepräge auf. Da ein besonders großer Teil der Ersparnisse des Landes zum Rentenankauf verwendet wird, sind die anderen Werte Gegenstand geringer Transaktionen und besonders neue finden sich nicht [4]).

Wie ist nun vom volkswirtschaftlichen Standpunkte aus über eine solche Monopolstellung der Renten zu urteilen? Die Privatkapitalisten suchen mit ihren Ersparnissen die Staatsgarantie auf. Durch fortwährende Rücksichtnahme und staatliche Bevorzugungen werden sie zum Nachteil der Steuerzahler, des

	Französische Werte:	Ausländische Werte:
[1]) Renten- und Staatsfonds	Fs. 480 969 182	Fs. 214 873 109
Aktien	„ 446 297 145	„ 132 842 547
Obligationen	„ 577 552 101	„ 229 105 283
Zins und Kommanditant.	„ 118 384 782	„ 2 547 202
	Fs. 1 623 203 210	Fs. 579 368 141.

[2]) Diese Statistiken, denen die Ergebnisse der in Frankreich üblichen Einregistrierung zu Grunde liegen, entsprechen insoferne bezüglich ihrer Resultate nicht ganz der Wirklichkeit, als die in ausländischen Banken deponierten, aber französischen Kapitalisten gehörenden Wertpapiere nicht berücksichtigt sind.

[3]) A. Raffalovich im Bank-Archiv 1903.

[4]) Paul Leroy-Beaulieu, Finanzwissenschaft S. 234, II. Teil.

französischen Handels und der Industrie von jeder Sorge und Notwendigkeit des Suchens nach anderen Kapitalanlagen entbunden. Sie wenden sich daher von Unternehmungen, die nicht dieselbe Sicherheit bieten, ab. Der Staat aber ist zur Verwendung der nationalen Ersparnisse in vermeintlich produktiven Unternehmungen geradezu getrieben worden und damit sein Einfluß auf die Richtung der Kapitalien gewachsen. Das fortwährende Abschöpfen disponibler Kapitalien und Ablenken derselben von späterer produktiver Verwendung hat volkswirtschaftlich schädlich gewirkt. So ist der Unternehmungsgeist in Frankreich erschlafft und die Kreditaufnahme in der Provinz sehr erschwert worden, da das in Paris konzentrierte Kapital sich scheut, im Lande Verwendung zu suchen[1]). Anderseits hat aber der Staat mit seiner riesigen Schuld viel weniger Bewegungsfreiheit als gering belastete Staaten, die eher zu großen Unternehmungen schreiten können.

Ein ähnliches Standardpapier, nach dessen Kursniveau sich das einer ganzen Anzahl Marktwerte reguliert, besitzt England in den Konsols, ohne daß sich dort das rentenbeziehende Prinzip im Volke entwickelt hätte. Von den an der Londoner Börse notierten Effekten stellen Konsols nur einen ganz kleinen Teil dar und davon wiederum ist der größte nicht einmal im Besitze des Publikums.

Bei uns wenden sich die Kapitalien nach allen Richtungen; die Staatsfondskurse dienen, obwohl deutsche Staatspapiere in größerer Masse als englische Konsols zirkulieren, nicht in gleichem Maße als Regulativ für andere Marktwerte wie die der englischen und französischen Staatsfonds.

Englische und französische Staatsfonds haben den großen natürlichen Vorzug, daß sie schon vor Generationen zu sehr bedeutenden Summen angeschwollen sind und daher einen sehr alten Markt haben. Unser Staatsschuldenwesen hat sich dagegen erst in neuester Zeit im großen entwickelt; die Staatsfonds unterliegen daher der jetzt viel heftigeren Konkurrenz der übrigen Kreditsucher am Geldmarkte. In welch ungleich günstigerer Lage befanden sich England im 18. und Frank-

---

[1]) Siehe S. 21, Anm. 4.

reich zu Anfang des 19. Jahrhunderts, als die sonstigen Anlagemöglichkeiten für Kapitalisten nicht entfernt so zahlreich wie heute waren und außer Staatsfonds nur wenige Werte an der Börse existierten! Schon vor 150 Jahren waren Konsols die bestgekannten und populärsten aller britischen Sicherheiten. Die französischen Renten haben als Pioniere für das Eindringen anderer Werte im Volke gedient.

Ein weiterer natürlicher Vorteil liegt in dem verschiedenen staatsrechtlichen Charakter der drei Staaten. Damit kommen wir zur Charakterisierung der Marktwerte.

B. Im Besonderen

I. Bundesanleihen und Kolonialanleihen

Frankreich und England besitzen, wie gesagt, ein einheitliches, zentrales Rentenpapier. Deutschland ist eine Staatenvereinigung und dem haben wir zu danken, daß heute die Kurszettel unserer Börse nicht weniger als 46 Typen deutscher Staatsfonds aufweisen. Fast jeder Bundesstaat ist darunter mit mehreren Arten vertreten. Und doch bedeutet dies jetzt eine große Einheitlichkeit gegen früher. Noch kurz vor 1870 zerfielen nämlich allein die preußischen Staatsschulden in 115 Kategorien[1]), die auf nur kleine Summen lauteten und beim Publikum wegen ihres beschränkten Marktes gar nicht beliebt waren. Die Schulden der Staaten des Zollbundes waren ebensowenig geeignet, die Grundlage eines beliebten Anlagepapieres mit widerstandsfähigem Markte zu werden. Erst von 1887 ab wurde bei uns der Staatskredit im großen in Anspruch genommen.

Die Deutschland eigentümliche Dezentralisation und gegenseitige Konkurrenz der Bundesstaatsanleihen[2]) zieht eine dauernde Unbeständigkeit der Kurse nach sich und spiegelt sich häufig in der Gesamthaltung der Börse wieder. Wird aus irgend einem Grunde der Kurs einer bundesstaatlichen Anleihe stark gedrückt, so überträgt sich nicht selten durch

[1]) Sattler, Die Schulden des preußischen Staates, Finanzarchiv 1892.

[2]) Soweit sie in dem systemlosen Vorgehen in den Emissionen begründet ist, vgl. Kapitel VII.

einsetzende Umtauschgeschäfte der Rückstoß auf die übrigen Staatsfonds. Darunter leidet naturgemäß ihre Stabilität und Beliebtheit, wie ihr Kursniveau überhaupt. Nachfolgende Tabelle gibt den Realzins einiger Staatsfonds in den Jahren 1887—1899 wieder:

	1887	1888	1889	1890	1891	1892	1893
			am 30. April.				
4 % Reichsanleihen	3,77	3,70	3,73	3,73	3,77	3,76	3,70
4 % Bayrische Eisenbahnobligationen	3,81	3,76	3,75	3,77	3,78	3,76	3,71
3 ½ % Reichsanleihen . . .	3,55	3,45	3,36	3,44	3,53	3,50	3,45
3 ½ % Bremer Staatsobligationen	3,57	3,46	3,40	3,50	3,63	3,62	3,57
3 % Reichsanleihen	—	—	—	—	3,51	3,51	3,44
3 % Hamburger Staatsanleihe	3,28	3,33	3,20	3,31	3,53	3,57	3,47
3 % Sächsische Rente . . .	3,31	3,28	3,11	3,26	3,42	3,48	3,43

	1894	1895	1896	1897	1898	1899
			am 30. April.			
4 % Reichsanleihen	3,70	3,76	3,76	3,84	konvertiert	
4 % Bayrische Eisenbahnobligationen	3,71	3,72	3,77	3,88	do.	
3 ½ % Reichsanleihen . . .	3,44	3,33	3,32	3,36	3,39	3,49
3 ½ % Bremer Staatsobligationen	3,57	3,46	3,50	3,46	3,47	3,62
3 % Reichsanleihen	3,41	3,05	3,01	3,06	3,10	3,26
3 % Hamburger Staatsanleihe	3,43	3,08	3,03	3,10	3,17	—
3 % Sächsische Rente . . .	3,41	3,08	3,03	3,08	3,15	3,35

Beachtenswert sind die Rentabilitätsunterschiede nicht nur zwischen den gleichverzinslichen Anleihen, sondern den einzelnen Fonds überhaupt. Am 30. April 1894 z. B. mußte man für 3 ½ % Reichsanleihen 101 ½, für 3 ½ % Bremer Stadtobligationen nur 98,90 zahlen. Oder z. B. Juni 1887 erhielt ein Anleger aus:

3 % Sächsischer Rente . . . . . 3,30 %
3 ½ % Konsols . . . . . 3,50 „
3 ½ % Karlsruher Stadtobligationen . . . . . 3,52 „
4 % Reichsanleihen . . . . . 3,77 „
4 % Badischen Staatsobligationen . . . . . 3,81 % Zinsen.

Wie erklären sich diese Differenzen? Wenn auch die Rente der Bundesstaaten der des Reiches gleichwertig erachtet wird,

spielen doch in den Kursen der einzelnen Staatsanleihen lokalpatriotische Gründe, solche einer größeren oder geringeren Marktfähigkeit und des verschieden hohen Nominalzinses mit. In der Hauptsache bezieht sich nur auf Reichsanleihen und Konsols die durch nationales Angebot und Nachfrage bestimmte Preisgestaltung; unsere übrigen Staatsfonds haben ihren Markt und ihr dauerndes Absatzgebiet fast nur innerhalb der inneren Landesgrenzen [1]). Z. B. erklärte der bayrische Finanzminister anläßlich der Konversion von 1896, außerhalb Bayerns seien Grundrentenobligationen gar nicht, von den anderen 4% bayrischen Staatsschulden im Betrage von 1089 Millionen Mk. nur etwa 23—25% klassiert.

Ein überraschender Preisunterschied bestand längere Zeit zwischen 3% Sächsischer Rente und den übrigen deutschen Staatsfonds [2]). Vor der Emission 3% Titres durch Reich und Preußen stand die 3% Sächsische Rente unter keinerlei nennenswerter Konkurrenz eines gleichartigen Typus. Ihre Kurse hielten sich, dank des starken Rückganges der Staatsschuld und aus lokalpatriotischen Gründen, viel höher als die der übrigen Staatsfonds. Z. B. am 31. August 1889 notierte die 3% Sächsische Rente 97, — d. h. sie warf 3,09% ab. (Realzins der 3½% preußischen Konsols 3,36%.) Preußische Konsols notierten also 8,2 Punkte zu niedrig. Im folgenden Jahre emittierten Preußen und Reich 3% Titres und die Sächsische Rente wurde im Kurse, trotzdem die Staatsschuld bis 1892 sich verminderte, bis auf 84,70 am 30. November 1891 mitgerissen. Innerhalb 27 Monaten war sie also um 12,3 Punkte gefallen [3]). Die Rentabilitätsdifferenz verschwand mit der erfolgreichen Konkurrenz Preußens für immer [2]). Ebenfalls lokale Gründe erklären die günstigen Kurse der württembergischen

[1]) Irreführend und daher unbrauchbar ist die gelegentlich der Konversion der 4% preußischen Konsols im Jahre 1896 gemachte Statistik über die Verteilung des Staatsfondsbesitzes auf die verschiedenen Landesteile. Selbstredend wurde von Berlin aus ein viel zu hoher Betrag zur Konversion angemeldet. Der Auslandsbesitz dagegen ist in der Statistik viel zu kurz gekommen.

[2]) Siehe Tabelle 3.

[3]) Ein Beispiel für gegenseitige Verschlechterung des Anleihekredites.

Staatspapiere; man kann sie mit der starken Nachfrage nach solchen Titres für Pflegschaften, Korporationen, Stiftungen, Beamtenkautionen etc. in Zusammenhang bringen [1]).

Noch heute wird die Zirkulation einiger Staatsfonds dadurch beschränkt, daß fremde deutsche Fonds für Anlage derartiger Gelder in einer Anzahl Staaten gegenseitig nicht zugelassen werden, sondern nur die einheimischen Fonds des engeren Vaterlandes.

Der merkwürdigste Kursunterschied war längere Zeit an der Elsässisch-Lothringischen Rente zu beobachten. Sie notierte z. B. Mai 1892 95 bei einem gleichzeitig über 9 Punkte niedrigeren Kurs der 3% Reichsanleihe. Von der mäßigen Schuld Elsaß-Lothringens ist der größte Teil in Beamtenkautionen festgelegt. Der Hauptgrund aber liegt in ihrer ausgezeichneten Klassierung und dem Vergleich ihrer Anleihekurse mit der französischen Rente, im Gegensatz zum Vergleich der übrigen 3% deutschen Staatsfonds mit den Kursen der um 12 Punkte ca. niedrigeren 3% deutschen Reichsanleihe. Wer nicht zum Erwerb von Elsässisch-Lothringischer Rente gezwungen ist, wird sein Geld vorteilhafter in 3% Reichsanleihe anlegen. Der Kursabstand muß daher geringer werden. (Vergleiche hiezu Tabelle 3.) Diese Beispiele mögen genügen, um zu zeigen, wie die gegenseitige Konkurrenz der Staatsanleihen in den Kursen sich äußert. Frankreich und England haben hierin nicht zu unterschätzende Vorteile.

Die britischen Kolonien haben zum Mutterlande eine die Bewertung ihrer Kreditwürdigkeit beeinträchtigende wesentlich andere Stellung als die deutschen Bundesstaaten zum Reich. Die Lostrennungsmöglichkeit der Kolonien vom „empire“ ist größer. Die Verhältnisse im Innern sind weniger konsolidiert. Für ihre Kreditbedürfnisse sind sie auf den englischen Geldmarkt angewiesen, da im Innern das bewegliche Kapital zumeist nur schwach entwickelt ist. Wenn wir jetzt trotz dieser Verschiedenheiten, die das Risiko der Anlage in englischen Kolonialfonds größer als in deutschen Bundesstaatsanleihen erscheinen lassen, diese beiden Effektenkategorien vergleichend

[1]) Vgl. auch Riecke im Finanzarchiv 1885.

einander gegenüberstellen, so geschieht dies deshalb, weil wir eine große Ähnlichkeit beider Effektenarten bezüglich ihrer Stellung auf dem Geldmarkte zu erkennen glauben. Die Kolonialverschuldung nimmt rapid zu. Die Schulden der in Tabelle 7 zusammengefaßten Kolonien haben von 1871—1889 von 61,4 Millionen £ auf 258,8 Millionen £, also um 197,4 Millionen £ sich vermehrt. Auf Tabelle 4 haben wir versucht, eine vollständige Statistik der Kolonialschulden zu geben. Diese beliefen sich 1896 (resp. 1895 und 1897) auf zusammen 474 632 000 £ (inkl. Indien)[1]). Von den 1891 überhaupt bestehenden Kolonialanleihen waren 40 Millionen £ oder 1/6 zu 4½ % und darüber verzinslich; 160 Millionen £ oder 4/6 mit 4—4½ % und 36 Millionen £ unter 4 %. In den 90er Jahren haben die 3- und 3½ % Emissionen bedeutend zugenommen.

Bevor wir die Stellung dieser Effektenart auf dem Geldmarkte charakterisieren, streifen wir die Frage: Wie werden Kolonialanleihen begeben? Die kolonialen Regierungen sind in London durch Agenten oder Banken vertreten, die ermächtigt sind, Anleihen zu negotiieren. Diese werden meist auf dem Wege der Versteigerung, ev. Bevorzugung der Meistbietenden begeben, seltener auf dem Wege der öffentlichen Subskription[2]). Es beziehen dabei die Subskribenten, was in England öffentliches Geheimnis ist, fast allgemein für ihre Zeichnungen und finanzielle Mitwirkung eine Provision von 1 %. Der Anleger hat also für seine Kolonialtitres den Vermittlern 1 £ pro 100 £ gezahlt. Letztere müssen sehr kapitalkräftig sein, da sie insoferne bei Übernahme der Anleihen ein Risiko eingehen, als sie nie im voraus wissen können, ob das Publikum die ganze Anleihe aufnehmen, oder ob sie vorübergehend in ihre Portefeuilles wandern wird.

Die meisten Anleihen stellen wegen der verschiedenen Verfallzeit ein neues Effekt dar[3]). Am 2. Januar 1904 waren z. B.

---

[1]) Nach Angaben in Fenn of the Funds Ausgabe von 1898. Nach Reuters Finanzchronik 1897 betrugen sie im Jahre 1862 135 Millionen £.

[2]) Wo hier und im folgenden von Emissionsformen die Rede ist, vgl. man Kapitel VII, S. 163 und ff.

[3]) So z. B. waren für Natal 1898 acht verschiedene Notizen im Kurszettel, nämlich:

im Kurszettel des „Economist“ 82 Notierungen von Kolonialfonds zu finden. Obwohl diese Zersplitterung schon auf eine verstärkte Konkurrenz am Anleihemarkte, besonders bei der rasch zunehmenden Verschuldung, schließen läßt, hat sich doch der Kolonialkredit ganz wesentlich gehoben. Der Realzins ist von 1876—1891 von 6% auf 4% gefallen, und die Kurse aller 4% Kolonialfonds waren 1891 über pari und notierten teilweise sogar 115 [1]). Im übrigen verweisen wir auf unsere Rentabilitätsziffern in Tabelle 5, aus der hervorgeht, daß Ende Juni 1898 neun verschiedene Kolonialwerte eine Durchschnittsrente von 3,13 % abwarfen, bei einer gleichzeitigen Rentabilität der 3% preußischen Konsols von 3,14 %. Kolonialwerte wurden also damals in England so hoch wie bei uns Reichsanleihen und Konsols kapitalisiert. Die Anleihen von Kanada sogar wurden in neuerer Zeit durchweg günstiger, häufig weit günstiger bewertet als die Anleihen des Deutschen Reiches. Seit Schaffung des 3% Kanadastock bis zum Jahre 1903 stand derselbe immer höher im Kurse als 3% Deutsche Reichsanleihe. Ende Juli 1896, als letztere die höchsten je erreichten Kurse innehatten, war der Kredit von Natal, Neusüdwales, Viktoria und Indien annähernd gleich günstig, oder aber noch günstiger. Sogar während des Burenkrieges 1900 war der Realzins der 3% Kolonialfonds von Kanada, Kap der guten Hoffnung, Ceylon, Natal, Neusüdwales, Neuseeland, Queensland, Viktoria unter dem der 3% Reichsanleihe.

£	70 000	5	%	rückzahlbar	1906
„	78 200	5	„	„	1909
„	758 700	4 ½	„	„	1919
„	83 000	4	„	„	1926
„	84 893	4	„	„	1927
„	202 989	4	„	„	1927
„	3 026 444	4	„	„	1937
„	3 714 917	3 ½	„	„	1939
£	8 019 143				

Diese Tabelle illustriert zugleich die stufenweise Besserung des Kredites dieser Kolonie.

[1]) Der Kredit Indiens hat sich nicht in gleicher Weise wie der der anderen Kolonien gebessert, da kein Platz mehr war für eine weitere Hausse der Fonds.

Geschah nun diese allgemeine wesentliche Kreditbesserung aus Erkenntnis der erhöhten Kreditwürdigkeit der Kolonien? Keineswegs. Die Kolonialanleihen sind sicherlich nur zum Teil erstklassig. Für die von den Kolonien aufgenommenen Anleihen haftet das Mutterland nicht[1]; es haften einzig und allein die Einkünfte der Kolonien und diese sind entfernt nicht proportional der Schuldzunahme gewachsen. Z. B. hat die Gesamtschuld der australischen Kolonien, die allerdings zu einem großen Teil für produktive Zwecke[2]) aufgenommen worden ist, von 36 Millionen £ im Jahre 1870 auf 86 Millionen £ im Jahre 1880 und 184 Millionen £ im Jahre 1890 zugenommen, d. h. im Verhältnis von 1 : 2,4 : 5,1, während die Bevölkerung im Verhältnis von 1 : 1,4 : 1,9 und der Export von 1 : 1,15 : 2,1 gestiegen ist[3]).

Die Steuerkraft in Kolonien mit oft nur geringer weißer Bevölkerung ist selbst bei gesunder Finanzlage doch kein von allen Zweifeln freies Unterpfand. Im Innern herrschen mitunter wenig stabile Verhältnisse; tritt noch, wie so oft, eine verschwenderische Regierung hinzu, dann sind starke Kreditschwankungen nichts Seltenes. Trotzdem werden solche An-

---

[1]) Die indischen Anleihen, die im Kurszettel als Regierungssicherheiten aufgeführt werden, nehmen eine besondere Stellung unter den Kolonialfonds ein. Indien hat zuerst die Erlaubnis des englischen Parlamentes einzuholen, wenn es in London neue Anleihen auflegen will. Wie Disraeli sich schon 1852 ausgedrückt hat, ist es müßig, zwischen englischen und indischen Finanzen zu unterscheiden. Sollte der indische Kredit leiden, dann muß ihn der englische stützen. Daher der geringere Kursabstand der indischen Fonds von den Konsols. Ein großer Teil der indischen Schuld wurde beim Kampf um die englische Suprematie eingegangen (nach Institute of Bankers 1891). Der India Stock in £ ist die äußere, die indische Rupeeanleihe die innere Schuld. Letztere war früher durch ihre Verbindung mit dem Silberpreis mehr eine spekulative Anlage. Die Totalschuld war (nach Fenn of the Funds 1898) am 31. September 1897 224 004 000 £ und etwa zur Hälfte in England untergebracht.

[2]) Nach Mitteilungen des Institute of Bankers 1891 wurden 88 % der durch Anleihen aufgebrachten Mittel zu Eisenbahnbau verwendet. Die Kolonialfonds nehmen überhaupt häufig den Charakter von Eisenbahnobligationen an, was ihre Sicherstellung erhöht.

[3]) Nach Institute of Bankers 1891.

leihen mit nur 3—3½ % kapitalisiert. Ein Beispiel: 1883 war der Kredit der Kapkolonie stark gedrückt durch Unruhen in Transvaal; aber die Kolonie hat sich einige Jahre vom Anleihemarkte ferngehalten und dadurch ihre gute Finanzführung bewiesen. Dementsprechend notierten ihre Titres im Jahre 1883 nur 81, im Jahre 1885 aber 95[1]); ähnlich starke Preisschwankungen lassen sich bei den meisten übrigen Kolonialanleihen beobachten. Darunter leidet naturgemäß auch ihre Beliebtheit bei den englischen Kapitalisten, die nur einen ruhigen Rentengenuß wünschen.

Die Sicherstellung der Anleihen wurde auch nicht durch das Gesetz von 1900 verändert, durch welches nach zahlreichen resultatlosen Projekten die Kolonialfonds in die Liste der mündelsicheren Werte aufgenommen wurden. Käufer mündelsicherer Werte durften bisher nur mit spezieller Ermächtigung Gelder in Kolonialfonds anlegen; mit dem Gesetz aber war ihnen die Möglichkeit gegeben, ihre Nachfrage auf eine große Zahl von Effekten auszudehnen. Da dies gerade in die Zeit des Burenkrieges fiel, in der ohnedies die Konsolschuld stark vermehrt wurde, wirkte das Gesetz, dem sich sofort eine Masse von Kolonien unterwarf, praktisch als Gesetz zur Reduktion der Konsolkurse[2]).

Nach den Beobachtungen an diesen Fonds erscheint ihre so niedrige Kapitalisierung nicht gerechtfertigt. Denn ihre Sicherheit ist im allgemeinen nicht erstklassig und die Verhältnisse im Innern der Kolonien sind zum Teil wenig konsolidiert; die Marktfähigkeit der Fonds ist beschränkt, die Kursschwankungen sind groß, die Schuldenvermehrung rapid. In dem Maße aber, als sich ihr Kredit besserte, wurden die Regierungen angereizt, die Emissionen auf dem Markte zu beschleunigen und zu übertreiben. Neben späteren Beispielen mag hier eines folgen über die Wirkungen forcierten Angebotes von Kolonialanleihen auf dem Geldmarkt.

Im Jahre 1889 hatten die Kolonialfonds ihre höchsten Kurse erreicht. Den Kolonien wurde das Geld förmlich auf-

---

[1]) Siehe S. 29, Anm. 3.

[2]) Siehe historische Entwicklung von 1900—1904.

gedrängt, so daß sie schließlich glaubten, London nehme alle ihre Anleihen mit Dankbarkeit ab. Mit der Verteuerung des Geldes schränkten sie auf kurze Zeit ihre Anleihen ein. Aber schon im November 1890 erfolgte die Baringkrisis, und damit rasch eine Jahre hindurch andauernde Geldverbilligung. Diese gab das Signal zum allgemeinen Übergang zu festen Werten. Darauf traten die Kolonien, nachdem sie monatelang vom Markte ferngeblieben waren, mit um so größerem Geldbedürfnis an ihn heran. In den Emissionsziffern von 1891 stellten sie mit den einheimischen Korporationen den Hauptposten von 23 Millionen £ dar; alle anderen Posten waren im Rückgang. Die Vorkommnisse bei den damaligen Emissionen der Kolonialanleihen sind interessant als Gegenstück zu unseren Staatsanleihen, da bei uns häufig das Mißlingen von Emissionen auf den geringen Kapitalreichtum unseres Landes heute noch zurückgeführt wird. Am Londoner Markte waren solche Faktoren — besonders gerade in jener Zeit — sicher nicht vorhanden und auch der Kredit der Kolonien war bisher nicht erschüttert worden. Die Hauptmasse einer 4% Queensland-Anleihe von 2½ Millionen £ wurde privat im Juni übernommen und nur nach Reduktion des publizierten Minimums aufgenommen. Der Minister von Neuseeland hat angesichts der Marktverschlechterung durch ähnliche Konkurrenten beschlossen, nicht auf dem Londoner Markte mit einer Anleihe zu erscheinen, sondern im Lande selbst das Geld aufzubringen. Eine 3 Millionen £-Anleihe von Viktoria hat April 1891 einen partiellen Mißerfolg erlitten, indem nur 2 Millionen £ vom Publikum à 97 £ 11 sh. 2 p. durchschnittlich gezeichnet wurden. Dieses Fiasko ist in der Übersättigung des Marktes mit solchen Anleihen zu suchen; die Kolonie hatte seit 1887 jedes Jahr eine Anleihe (zusammen bis 1891: 14,5 Millionen £) aufgenommen und alte Anleihen waren noch teilweise in Händen der Syndikate. Selbst Indien war zu einer Preisreduktion von 6% gegen das Vorjahr gezwungen.

Während heimische Städteanleihen stabil geblieben waren und Konsols von Oktober 1890 bis April 1891 von 94½% auf 96% sich bessern konnten, sind gleichzeitig von 9 Kolonial-

stocks 7 gewichen [1]). Nur 4% Queensland sind gestiegen, um die frühere starke Baisse wieder einzuholen. 3½% Kanada-Kolonialanleihen sind gegen das Vorjahr um nur 2 Punkte gewichen, da der Staat nur unbedeutend den Markt in Anspruch genommen hatte. Der starke Anleihebedarf der australischen Kolonien, die einem unwilligen Markte neue Emissionen aufgezwungen haben, erklärt die ungleich starke Baisse der verschiedenen Kolonialfonds. Auch die wenigen Anleihen dieser Kolonien im folgenden Jahre (1892) wurden trotz günstiger Zeichnungsbedingungen kalt aufgenommen. Der Kolonialkredit überhaupt hat sich seit 1888 bedeutend verschlechtert. Z. B. war der Minimalpreis für 3% India-Stocks 1889: 99, 1890: 98, 1892: 94. Viktoria konnte seine 3½% Anleihen Anfang 1889 zu pari, 1891 zu 97½ und im I. Semester 1892 zu 92 offerieren. Das Beispiel zeigt, daß wenn sich die Emissionen unaufhörlich folgen, auch in dem so kapitalreichen England ein Zustand der Übersättigung mit Anleihen eintreten

---

[1])			April 1891	Oktober 1890	April 1890
3½%	Canada	1909/34	103—	104½	105—
4 „	Cape	1936	105½	107½	109—
4 „	New-South-Wales	1933	111—	114—	114—
3½ „	„ „ „ .	1924	99½	100½	103½
4 „	New-Zealand . .	1929	102¾	102½	107—
4 „	Queensland . .	1915	106½	105—	110½
4 „	South Australian	1916/35	104½	107—	109½
4 „	Viktoria	1908/13	104½	106—	109—
3½ „	„	1923	97—	97½	102—
2¾ „	Consols		96—	94½	98—
3½ „	India		106½	105¼	108½
3½ „	Metropolitan . .		109½	109¾	111¾

			April 1889	April 1888
3½ „	Canada	1909/34	107—	107½
4 „	Cape	1936	111½	108—
4 „	New-South-Wales	1933	118—	114—
3½ „	„ „ „ .	1924	104½	103½
4 „	New-Zealand . .	1929	105½	98½
4 „	Queensland . .	1915	111½	106½
4 „	South Australian	1916/35	110—	107½
4 „	Viktoria . . .	1908/13	112½	112—
2¾ „	Consols		98½	100—
3½ „	India		109½	107—
3½ „	Metropolitan . .		112¾	113½

kann. Die Kurse weichen empfindlich zurück und die Aufnahmefähigkeit des Marktes für weitere Emissionen wird in Frage gestellt.

Wie aber ist dann trotz der Kreditschwankungen jene niedrige Kapitalisation der Kolonialfonds möglich? Die englischen Kapitalisten kümmern sich in normalen Zeiten weniger um die Finanzlage der Kolonien, sondern sehen die meisten Kolonialfonds als „gilt edged paper" an und begünstigen sie entsprechend dem Einkommen, das sie aus anderen Rentenpapieren ziehen. Deren Vermehrung ist in Stagnationszeiten im Verhältnis zu der allseitigen Nachfrage nicht einmal genügend. Bei dem Mangel an neuen Anlagewerten in solchen Zeiten sind kleine Leute häufig zufrieden, gute Anlagepapiere überhaupt zu finden. Daher die lebhafte Haussetendenz solcher Werte und die Veränderungen im Kolonialkredit. Die nach unseren Begriffen aber sehr niedrige Kapitalisation der Kolonialanleihen ist ein Symptom der höheren Bewertung der Rentenpapiere in England überhaupt.

Unsere Untersuchungen haben die Ähnlichkeit der Kolonialanleihen mit denen unserer Bundesstaaten bestätigt. Beide existieren in zahlreichen Typen, herrührend von einer größeren Anzahl von Borgern am Geldmarkte und haben einen widerstandslosen Markt und beschränkte Umsatz- und Absatzfähigkeit. Durch ihr systemloses Borgen und Überschwemmen des Geldmarktes mit neuen Anleihen schädigen die betreffenden Regierungen gegenseitig ihren Kredit. Kolonialfonds unterscheiden sich jedoch in der Hauptsache von unseren bundesstaatlichen Anleihen durch ihre rasche Tilgung (durchschnittlich in etwa 30 Jahren). Jährlich werden daher bedeutende Amortisationssummen und Zinsbeträge für Neuanlagen frei. Unsere Bundesstaatsanleihen dagegen werden fortwährend vermehrt, aber als Rentenschulden nur schwach oder gar nicht getilgt. Endlich sind sich beide Effektenarten darin ähnlich, daß die Nachfrage von denselben Käuferschichten ausgeht, nämlich von kleinen und mittleren Kapitalisten. Englische Staatsfonds haben dagegen ganz andere Käufer [1]).

[1]) Siehe Kapitel VIII.

II. Hypothekarkredit

A. In Deutschland

Die Hypothekarverschuldung in Deutschland ist die höchste, von keinem anderen Lande auch nur annähernd erreichte Verschuldung von Grund- und Bodenbesitz und schreitet sehr rasch voran. Eberstadt hat sie 1899 auf 42 Milliarden Mk.[1]) berechnet. Die Hypothek, meint Eberstadt weiter, sauge alles Kapital auf; so lange solche Unsummen von Bodenschuldwerten am Markte seien, dürfe man sich nicht wundern, daß der Stand unserer Staatsanleihen, verglichen mit dem anderer Länder, ein niedrigerer sei und daß neue Anleihen nur schwer Unterkunft finden. Aus der Hypothekarverschuldung erwachse dem Staatskredit die heftigste Konkurrenz. Kurzum: sie hindere das Sinken des Zinsfußes.

Wahr daran ist, daß unsere gute Hypothekengesetzgebung viele Kapitalien und zahlreiche Interessenten dieser Anlageform zuführt. Diese bringen durch ihre lebhafte Nachfrage die Grundrente zum Steigen. Unser Hypothekenrecht, das die größte Garantie für die Sicherheit derartiger Anlagen gewährleistet, reduziert die im Hypothekenzins enthaltene Risikoprämie und bringt ihn mit anderen Zinsfußarten in nähere Verbindung. Es ist aber Eberstadt entgegenzuhalten, daß — abgesehen von der Kapitalisation steigender Grundrenten — schließlich doch nur das Kapital immobilisiert wird, das zum Bau von Wohnhäusern, Fabriken etc. verwendet wird. Die Höhe solcher Immobilisationen hängt aber in erster Linie von der raschen Bevölkerungszunahme, der industriellen Entwicklung, der Staatstätigkeit etc. ab, deren Äußerungsform die Hypothekenverschuldung ist. Hätten wir eine schlechte Hypothekengesetzgebung, so wäre die Äußerungsform eine andere. Eberstadt sieht die Erscheinung, nicht das Ding an sich.

Der Anteil des Privatkapitals im Hypothekarkredit ist allmählich, besonders in den letzten 10—15 Jahren, zurückgegangen und an seine Stelle mehr und mehr das Kapital der

---

[1]) Diese Schätzung dürfte wesentlich zu hoch ausgefallen sein.

Hypothekenbanken getreten. In sehr kurzer Zeit hat sich die Mobilisierung des Grund und Bodens, besonders des städtischen, durch Pfandbriefanstalten vollzogen. Der schlechte Kursstand unserer Staatsanleihen ist, wie sofort gezeigt wird, weniger der Konkurrenz der Privathypotheken als einer anderen Erscheinungsform des Hypothekarkredits, nämlich den in Effektenform zirkulierenden Pfandbriefen der Hypothekenbanken und Landschaften zuzuschreiben. In keinem anderen Lande ist auch die Pfandbriefzirkulation in ähnlicher Höhe wiederzufinden [1]). Ihr Umlauf hat sich in den letzten 10—20 Jahren, also gerade in der von uns speziell untersuchten Zeit, sehr rasch vermehrt. 1886 existierten die Pfandbriefe der deutschen Hypothekenbanken in der Höhe von 2099,3 Millionen Mk., 1899 von 6241 Millionen Mk.[2]) und zwar inkl. der Grundobligationen in über 200 Typen. Inklusive der genossenschaftlichen und landschaftlichen Pfandbriefe berechnete Eberstadt Ende 1900 den gesamten Pfandbriefumlauf auf 10¼ Milliarden Mk. Wenn die rapide Pfandbriefzunahme auf eine solche Unmenge von Typen, herrührend von über 40 Hypothekeninstituten, sich verteilt, so kann sich der Leser schon hieraus ein Bild machen von dem nie endenden Materialangebot aller Arten von Pfandbriefen.

---

[1]) Nach den Zusammenstellungen von F. Hecht auf dem Kongreß für Mobiliarwerte im Jahre 1900 entfielen auf

	Pfandbrief-gesellschaften	Obligationenumlauf in Millionen Fs.
Deutschland	41	7 218
Österreich-Ungarn . . .	16	1 489
Belgien	4	87
Frankreich	1	1 841
Spanien	1	95
Italien	5	318
Portugal	1	69
Schweiz	13	317
Niederlande	18	358
Dänemark	1	38
Schweden und Norwegen	3	100
Rußland	13	2 095
	117	14 025

[2]) Siehe Tabelle 8.

Wie ist nun das massenweise Eindringen der Pfandbriefe ins Volk ermöglicht worden? Welche Stellung am Geldmarkte haben sie als Anlagepapiere und welches ist ihr Konkurrenzeinfluß auf unsere Staatsanleihen? Die meisten Hypothekenbanken bedürfen der Emissionspraxis zur Unterbringung ihrer Pfandbriefe nicht. Jede kleine und kleinste Bank in der Provinz, manchmal sogar Warenhändler, Krämer und sonstige Persönlichkeiten, die mit den kleinen Leuten in Städten und auf dem Lande in Verbindung stehen, werden von den verschiedenen Hypothekenbanken überreichlich mit Pfandbriefen versehen und halten sie bis zum endgültigen Verkauf auf Lager (in Konsignation). Die Pfandbriefanstalten schreiten erst im Momente des Verkaufs zur Abrechnung mit der Konsignationsstelle. Diese ist daher gegen jeden Kursverlust gesichert, der so oft mit Staatsfondsbeständen, die der Bankier für eigene Rechnung zum Verkauf im Portefeuille halten muß, verknüpft ist. Den Pfandbriefverschleiß kann der Bankier ohne Festlegung eigenen Kapitals betreiben. Der Käufer erhält sofort beim Kauf die effektiven Stücke, was bei kleinen Leuten oft ausschlaggebend ist für die Wahl der Effekten. Mit sonstigem Effektenkauf in der Provinz sind dagegen häufig Unbequemlichkeiten, Zeitverlust und Kosten für Beschaffung der Stücke an der Börse verbunden.

Dieser Emissionsmodus war die Voraussetzung für das Eindringen der Pfandbriefe im Volke. Noch mehr aber war ein anderes geeignet, ihre Beliebtheit zu steigern, nämlich der hohe Zwischengewinn, den die Banken aus dem Pfandbriefvertriebe beziehen, dafür, daß sie gerade die kleinen ernsthaften Anleger aus ihrer Kundschaft heraussuchen und zum Pfandbriefkauf bestimmen.

Auf Tabelle 10 sind einige Provisionssätze zusammengestellt, die zwischen 2% und 0,15% schwanken. Zu dem großen Unterschiede in ihrer Höhe ist zu bemerken:

1. Daß die angegebenen Provisionssätze nur die gewöhnlichen sind. Eine Anzahl von Hypothekenbanken gewährt streng vertraulich noch Extrabonifikationen; so erhöhte sich zeitweise z. B. bei dem Frankfurter Hypothekenkreditverein die Provision von selbst, wenn der Bankier mindestens einen

im voraus festgesetzten Betrag an Pfandbriefen vertrieben hatte. Bei Verkauf von noch größeren Posten erhöhte sich die Provision wiederum von selbst. Ein solches System veranlaßt den Bankier, in seinem Kundenkreise vorzugsweise den Absatz gerade dieser Pfandbriefe zu betreiben. Verkauft der Bankier Staatsfonds, so kann er sie nur mit einem mäßigen Aufschlag von ca. $^1/_8$ % seinen Kunden berechnen.

2. Eine Reihe von Hypothekenbanken mit scheinbar niedrigen Provisionssätzen gewährt beim Pfandbriefverschleiß sogenannte Nebenvorteile, die aber oft recht wesentlich sind. Zum Beispiel werden Wechsel $^1/_8$—$^1/_4$ % unter Marktdiskont als Gegenvaluta in Zahlung genommen, oder werden den Provinzbanken zins- und provisionsfreie Konti eröffnet, manchmal auch Staatspapiere ohne jeden Abzug zum jeweiligen Börsenkurs angenommen. Institute gemischten Systems, besonders die bayerischen, gewähren in ihrer Eigenschaft als Kreditbanken den Absatzstellen gelegentlich Beteiligungen an Konsortialgeschäften und ähnliches mehr. Man darf also nicht an den scheinbar geringen Provisionssätzen einiger Hypothekenbanken haften bleiben.

Bei solchen gewinnbringenden Provisionssätzen hat der Bankier alles Interesse, Pfandbriefe in seinem Kundenkreise zu verkaufen. Denn man beachte wohl, daß er dafür, daß er in diesem Geschäft keinerlei Risiko eingeht und kein Geld hierin festlegt, sehr hoch gelohnt wird. Dies spricht eine deutliche Sprache.

Dem Provinzbankier kommt als Vertrauensperson in der Wahl des Anlagewertes die größte, häufig die ausschlaggebende Rolle zu. Die Pfandbriefe werden vom Volke und einer gewissen Anzahl von Provinzbanken als fungible Ware angesehen. Der kleine Mann will einen Pfandbrief kaufen und die Beurteilung und Empfehlung des Bankiers richtet sich sehr häufig nach der Höhe der Provision, die er aus dem Verschleiße zieht. Selbst eine instinktive Schätzung der Güte der Pfandbriefe wird häufig durch die Provisionssätze unterdrückt. Typisch ist folgender Fall, der am 1. Februar 1899 zur Kenntnis der Frankfurter Zeitung gelangt ist: Ein Provinzbankier in Thüringen schreibt an die betreffende Hypothekenbank, er habe gute Aussicht auf den Absatz ihrer Obligationen; aber nachdem ihm von

verschiedenen Seiten für den Vertrieb von 4%igen Stücken eine Bonifikation von 1¼ % eingeräumt worden sei, beanspruche er auch in diesem Falle den gleichen Satz; andernfalls müsse er dem Geschäfte in den Obligationen jener anderen Institute den Vorzug geben. Daß trotz der gleichen Etikette große Qualitätsdifferenzen bestehen, darüber haben erst die Jahre 1900/1901 dem Publikum und den Banken einigermaßen die Augen geöffnet. Die Notwendigkeit der Staatsermächtigung zur Gründung einer Hypothekenbank und die sogenannte Staatsaufsicht haben bei Publikum und Banken bestechend gewirkt. Da ihnen eine Prüfung der Grundlagen der Pfandbriefe zumeist überflüssig erscheint, stehen auch die Kurse fast sämtlicher Pfandbriefe trotz ihrer so verschiedenen Qualität einander annähernd gleich. Sonst würden ferner in Süddeutschland nicht so viele Pfandbriefe von norddeutschen Hypothekenbanken, in deren Geschäftsgebahren oft Bankiers so wenig als das Publikum einen Einblick haben, vertrieben. Das Urteil über die in Süddeutschland verbreiteten Pfandbriefe der preußischen Hypothekenaktienbank, der Deutschen Grundschuldbank, der Mecklenburgisch-Strelitzschen Hypothekenbank und der Pommerschen Hypothekenaktienbank bildete sich bei den Provinzbanken nach der Höhe der Provisionssätze. Diese sind mit der erhitzten gegenseitigen Konkurrenz der Hypothekenbanken und mit dem Streben nach Forcierung des Absatzes in die Höhe geschraubt worden und zwar so sehr, daß dieser Geschäftszweig für den Kleinbankier einer der lukrativsten und mühelosesten geworden ist. Vereinzelt sind sogar die Banken zur Weitervergütung eines Teiles der Provisionssätze an ihre Kundschaft geschritten.

Das Hinaufschrauben der Provisionssätze hat sich von den mindest skrupulösen Banken auf die erstklassigen Institute übertragen. Wenn die Spielhagenbank ihren Rekordabsatz im Jahre 1900 nur durch Bonifikationen bis zu 2% erreicht und die Mecklenburgisch-Strelitzsche Hypothekenbank am 23. Juni 1898 ihren Satz auf 1% und am 28. Juni 1898 auf 1¼ % erhöht hat [1]), können, zumal in Zeiten schleppenden Ab-

[1]) Frankfurter Zeitung 26. September 1902; do. 13. Juli 1898.

satzes, selbst vorsichtig geleitete Institute nicht an einem Provisionssatze von 20 Pf. festhalten. Vielmehr müssen sie den Banken ebenfalls höhere Zwischengewinne einräumen, oft mehr, als diesen recht und billig erscheint. In Zeiten natürlich, in denen der Pfandbriefabsatz flott von statten geht, können die Provisionssätze sich ermäßigen; so hat zum Beispiel im Jahre 1902 eine Anzahl von Hypothekenbanken ihre Provisionssätze herabgesetzt.

Teilweise um diesen Auswüchsen entgegenzutreten, hat 1902 im preußischen landwirtschaftlichen Ministerium eine Beratung mit den Vertretern der Pfandbriefanstalten stattgefunden. Da ein Satz von ½ % einer ganzen Anzahl zu niedrig erschien, einigte sich ein Teil auf einen Maximalsatz von ¾ %. Noch vor Ablauf von 6 Monaten waren diese Sätze schon wieder durchbrochen. Am 26. September 1902 machte die Preußische Bodenkredit-Aktienbank die Mitteilung, daß sie für ihre 4%igen Pfandbriefe eine Bonifikation von 1% gewähre und fügte bei, sie tue das, was die anderen geheim tun. Die anderen, welche noch am alten Satze festgehalten hatten, folgten bald mit Erhöhung ihrer Sätze nach [1]). So die Rheinisch-Westfälische Bodenkreditbank, die Preußische Pfandbriefbank, beide auf 1 % u. a. m. Diese Erscheinung ist eine Äußerung der heftigen Konkurrenz, die ein wesentliches Herabsetzen der Bonifikationen bei der großen Zersplitterung des Pfandbriefabsatzes nicht zuläßt. Auch andere Reformversuche sind gescheitert. Der Bankiertag hat z. B. eine Kommission eingesetzt, die, wie es scheint, bisher erfolglos getagt hat. Die Konkurrenz der Hypothekenbanken untereinander erschwert die Kursbesserung der Pfandbriefe und damit die der Staatsfonds.

Auch gegen etwaige Scheinmanöver der Banken, die darauf abzielen, nur die Provisionen einzustecken, haben sich die Hypothekenanstalten zu sichern verstanden. Sie verlangen nämlich fast allgemein die Rückvergütung der Verkaufsprovision in dem Falle, daß die als verkauft angemeldeten Stücke innerhalb einer gewissen Zeit, der sogenannten Sperrfrist, die ge-

[1]) Frankfurter Zeitung, Oktober 1902.

wöhnlich ein Jahr dauert, an den Markt zurückströmen. Provinzbanken suchen daher ihre beste Kundschaft aus und bieten ihren ganzen Einfluß auf, um diese mit Pfandbriefen zu versorgen, wodurch den Staatsfonds der wertvollste Anlegerkreis verloren geht. Die Pfandbriefe kann man als die am besten „klassierte“ deutsche Effektenkategorie ansehen. Das ganze Jahr über wird der Anlagebedarf der kleinen Leute vorwiegend durch Pfandbriefkauf gedeckt. Scheinmanöver mit Pfandbriefen können aber trotzdem nicht vermieden werden. Eine durchaus nicht vereinzelt dastehende Manipulation ist, daß Strohmänner große Posten Pfandbriefe während der Sperrfrist übernehmen. Nach Ablauf derselben werden die Pfandbriefe auf den Markt geworfen und der Gewinn realisiert (der Geburtstag gefeiert). An Stelle des Strohmannes kann auch Lombardierung von Pfandbriefen statt anderer Effekten bei der Reichsbank treten. Erleichtert wird diese Kalkulation dadurch, daß manche Hypothekenbanken sich mit 6 Monaten Sperrfrist begnügen. Wieder andere fordern die Hälfte der Provision zurück, wenn die Pfandbriefe im zweiten Halbjahr nach der Begebung an den Markt kommen. Es soll sogar vorkommen, daß dem vertreibenden Bankier ein Teil der Vergütung unter allen Umständen verbleibt.

Bei dem geschilderten Begebungssystem und der großen Anzahl von Pfandbriefgattungen würden nun wochenlang oft keine Umsätze an der Börse stattfinden, d. h. die Kurse wären größtenteils gestrichen. Damit würden beim Fehlen von Käufern am Markte die Kurse schon bei kleinem Angebot ganz erheblich gedrückt. Im Interesse der Stabilität der Kurse und der Beliebtheit der Pfandbriefe pflegen daher die meisten Institute selbst für regelmäßige Kursnotizen an der Börse zu sorgen und den Kurs der Pfandbriefe zu regulieren, indem sie die an den Markt strömenden Stücke selbst in ihre Portefeuilles aufnehmen. Durch derartige Interventionen werden in vielen Fällen die Pfandbriefe für den Besitzer erst veräußerlich. Die Abschwächung der Kursfluktuationen aber steigert die Beliebtheit der Pfandbriefe. Eine große Anzahl Pfandbriefarten machen die Kursschwankungen mit, während andere oft jahrelang kaum nennenswerte Kursabstände aufweisen, da bei ihnen

Angebot und Nachfrage unter Kontrolle gehalten werden[1]). Es ist ein anormaler Zustand, daß der Verkäufer allein den Preis seiner Ware bestimmt; hierin liegt eine große Gefahr für das ganze System. Die Ansicht, daß die Hypothekenbanken jederzeit als Käufer für ihre eigenen Obligationen auftreten, hat zeitweise zu Anlage disponibler Gelder in Pfandbriefen geführt. Bei Geldverteuerung wurden natürlich die Pfandbriefe in großen Summen realisiert, die von den Anstalten aufgenommen werden mußten. Als z. B. in der Hochkonjunkturperiode 1899 infolge allgemeiner Vernachlässigung fester Werte die Pfandbriefe an den Markt zurückströmten, da waren die Anstalten ganz vollgepfropft mit ihren eigenen Pfandbriefen. Was dies für ein bedenklicher Zustand für die Liquidität und damit die Zahlungsfähigkeit dieser Banken ist, liegt klar auf der Hand.

Die Frankfurter Zeitung erzählt über die Absatzmöglichkeit der Pfandbriefe folgenden Spezialfall[2]): „Jemand, der 150000 Mk. 4%ige bis 1900 unkündbare Obligationen der Württembergischen Hypothekenbank erworben hatte, sah sich im September genötigt, zur Beschaffung von Geldmitteln sich dieses Besitzes zu entäußern. Der Bankier, an den er sich damit wandte, hielt im Interesse seines Auftraggebers für geboten, den Posten zunächst der Württembergischen Hypothekenbank selbst anzubieten, um nicht ohne Not den Marktpreis herabzudrücken. Die Bank aber erwiderte, daß für sie ein Anlaß zum Rückkauf nicht vorliege und sie auch augenblicklich für den Posten keine Verwendung habe. Demzufolge trat man an den Markt heran; aber innerhalb dreier Wochen konnte bei Stuttgarter Banken überhaupt nichts und an der Frankfurter Börse ohne allzu starken Kursdruck nur die Hälfte des Postens angebracht werden. Auch damit ist diese Kategorie stärker im Kurse zurückgegangen als andere, selbst die sonstigen 4% Obligationen derselben Bank haben in dieser Zeit kaum ½% verloren, die fraglichen aber 1—1½%. Endlich mußte sich sein Bankier entschließen, den Rest des Postens für eigene Rechnung zu übernehmen."

Ein derartig schleppender Absatz, bemerkt die Frankfurter Zeitung hiezu, zeigt aber, wie schwer die Obligationen der meisten Hypothekenbanken zu realisieren sind, solange die emittierende Bank nicht selbst als Käuferin auftritt. Eine

[1]) Ein solcher Fall scheint mir bei 4% Pfandbriefen der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank vorzuliegen. Diese hatten trotz der industriell sehr lebhaften Jahre 1895—1900 eine auffallend stabile Kursentwicklung. Siehe Tabelle 11.

[2]) 20. Oktober 1896.

Krisis irgend welcher Art kann die Obligationäre sehr überraschen, da diese Papiere selbst zu stark gewichenen Kursen überhaupt nicht verkäuflich sind.

Nachdem wir diesen ausschlaggebenden Einfluß der Pfandbriefanstalten auf die Kursgestaltung ihrer Obligationen klar gelegt haben, können wir auf die interessante Frage eingehen: Wer bezahlt die Bonifikation dem vermittelnden Bankier? Wir haben zur Beantwortung dieser Frage eine Tabelle (12) beigelegt, auf der die Kurse der einzelnen, gleichverzinslichen Pfandbriefserien verzeichnet sind. Wenn man nun festhält, daß die Bonifikation nur auf die zuletzt ausgegebene Serie von Pfandbriefen bezahlt wird und man nun die Kurse der einzelnen Serien miteinander vergleicht, so zeigt sich, daß bei der Mehrzahl der Hypothekenbanken die Pfandbriefkurse der laufenden Serie zum Teil bedeutend über dem Kurse der vorhergegangenen, schon untergebrachten, stehen. Kommt eine neue, gleichverzinsliche Serie zur Ausgabe, dann beobachten wir, daß sich plötzlich die Kurse der zuletzt vorhergehenden jeweils denen der alten, schon untergebrachten Serien anpassen. Die neue aber steht wiederum im Kurse bedeutend höher. Die Bonifikation scheint also zum Kurse der laufenden Serien geschlagen und von einer Anzahl von Hypothekenbanken auf den Pfandbriefkäufer übergewälzt zu werden. Allerdings sind die später ausgegebenen Serien jeweils auch später erst verlosbar. Man könnte also argumentieren, daß durch den auf längere Zeit gesicherten, ungeschmälerten Zinsengenuß eine Höherbewertung der neuen Serien gerechtfertigt sei. Dies ist nur in beschränktem Umfange wahr und gilt nicht für Pfandbriefserien, die in gleicher Weise erst in ferner Zeit, vielleicht mit einem oder zwei Jahren Abstand, kündbar sind. Der Rückgang der Kurse der ausverkauften Serien und ihre plötzliche Anpassung an die Kurse der noch älteren im Momente der Ausgabe von neuen rührt sicherlich nicht von einer plötzlich veränderten niedrigeren Bewertung durch die Kapitalisten her.

Neben den besprochenen mehr dauernden Mitteln zur Steigerung der Beliebtheit der Pfandbriefe, wie geschickte Emissionstechnik, Verkaufsprovisionen und Kursregulierung,

haben die Hypothekenbanken auch durch ihre Anpassungsfähigkeit an die Geldmarktverhältnisse und seine Veränderungen besonders bei der Wahl des Typus sich die Gunst der Anleger zu erhalten verstanden. Ein Beispiel aus den vielen mag dies veranschaulichen: Bei der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank beobachten wir einen fortwährenden Wechsel im Typus. Sie hat zuerst 1885 — $3\frac{1}{2}$ %ige Pfandbriefe ausgegeben; 1890, also in der Zeit steigenden Zinsfußes, ist sie zum 4%igen Typus übergegangen und 1893 von neuem mit $3\frac{1}{2}$ %igen Pfandbriefen an den Markt herangetreten. Während der letzten Hochkonjunkturperiode ging sie wieder zum 4%igen Typus über; jetzt emittiert sie wiederum $3\frac{1}{2}$ %ige Obligationen. Der Staat verändert dagegen nicht fortwährend den Geldmarktverhältnissen entsprechend den Nominalzins seiner Fonds. Da mithin die Kapitalisten ihre Wünsche bei den Pfandbriefanstalten viel eher befriedigt finden, wird der Staatskredit, namentlich in Zeiten steigenden Zinsfußes, in denen nominell höher verzinsliche Effekten allgemein bevorzugt werden, geschädigt. Vergleiche hiezu auch Ströll in Conrads Jahrbüchern 1886: „Bei der großen Anzahl und Konkurrenz der Hypothekenbanken treibt ein Keil den anderen und jedes Pfandbriefinstitut trachtet so viel als möglich, die Gunst des Augenblicks für seine Klientele auszunützen, um sich den Besitzstand seiner Schuldner zu erhalten. Auch bei Sinken des Zinsfußes versorgen sie den Markt möglichst schnell mit den niedriger verzinslichen Papieren (so z. B. 1894, 1895 und 1896) und erschweren so das Eindringen der gleichverzinslichen Anleihen."

Kleinere Vorteile gewähren die Hypothekenbanken Publikum und Banken in weitestem Entgegenkommen bei der Couponseinlösung. Sie vergüten einlösenden Banken (also nicht bloß den besonders bezeichneten Einlösungsstellen) $\frac{1}{4}$, $\frac{1}{6}$, $\frac{1}{8}$, $\frac{1}{10}$ und $\frac{1}{12}$ % Provisionen für ihre Mühewaltung, nehmen die Coupons schon längere Zeit vor Verfall entgegen und kreditieren sie manchmal sofort bei Einlieferung. Bei Konsols und Reichsanleihen dagegen werden die Coupons erst 10 Tage vor Verfall eingelöst. Die Provisionssätze für Einlösung von Pfandbriefcoupons veranlassen die Banken, sie oft 1—$1\frac{1}{2}$ Monate,

ja noch längere Zeit vor dem Verfall dem Publikum auszubezahlen. Endlich treten bei Einlösung verloster Pfandbriefe für die Banken wiederum Provisionssätze in Kraft [1]).

Es erübrigt noch, einige staatliche Maßnahmen in ihrer Bedeutung für die Pfandbriefe zu würdigen [2]). Nach dem neuen Börsengesetze können die Obligationen der staatlich beaufsichtigten Pfandbriefanstalten vom Prospektzwange durch die Landesregierung befreit werden. Sie werden also teilweise den Staatsfonds gleichgestellt und ihre Solidität wird indirekt anerkannt. Diese Vergünstigung vor anderen Marktwerten kann zu berechtigten Bedenken Anlaß geben. Den Pfandbriefanstalten wird die Einführung ihrer Obligationen in den Handel an der Börse sehr erleichtert; es werden ihnen Kosten und Provisionen erspart, die mit Emission durch Banken verknüpft sind. Heute noch ist eine ganze Anzahl von Hypothekeninstituten für ihre Pfandbriefe vom Prospektzwange befreit [3]), was ihre Konkurrenz mit den Staatsanleihen erleichtert. Vor 1899 wurden sogar Prospektbefreiungen genehmigt, wenn die Zahlungsstellen Einwände zu erheben hatten. Eine zeitweilige eingehende Prüfung der Lage der einzelnen Banken durch Börsenbehörden gelegentlich der Einreichung der Prospekte und eine Kontrolle über die in den Verkehr gebrachten Pfandbriefbeträge wäre im Interesse der Aufklärung der Käufer zu wünschen.

Eine Reihe süd- und mitteldeutscher Pfandbriefe sind für mündelsicher erklärt worden. Da sie eine höhere Rente als Staatsfonds abwerfen, erleichtert dies ihr Eindringen ins Volk. Dem Bankier kommt der Hinweis auf die Mündelsicherheit für den Pfandbriefabsatz sehr zu statten. Er empfiehlt seiner

---

[1]) Über die Stückelung der Titres siehe Kap. IV, S. 90.

[2]) Die Aufhebung der Zinsenvergünstigung der Reichs- und Staatsanleihen bei der Lombardierung durch die Reichsbank wird, um Wiederholungen zu vermeiden, in Kapitel IV zur Sprache kommen.

[3]) Für bestimmte Emissionen waren, um nur einige Institute zu nennen, vom Prospektzwange befreit: Die Pommersche Hypothekenaktienbank, die Hamburger Hypothekenbank, die Rheinische Hypothekenbank, die Bayerische Hypotheken- und Wechselbank, die Leipziger Hypothekenbank, die Sächsische Bodenkreditanstalt, die Preußische Bodenkreditaktienbank, die Preußische Pfandbriefbank etc.

Kundschaft nicht Staatsfonds, an denen er nichts verdient, sondern Pfandbriefe mit Mündelsicherheit und hohen Provisionssätzen. Als ihre Mündelsicherheit in Preußen abgelehnt wurde, hat die Regierung betont, daß die Pfandbriefe sonst den Staatsanleihen noch viel schärfere Konkurrenz als bisher bereiten würden.

Die Bedeutung des Pfandbriefsystems für den Staatskredit läßt sich dahin zusammenfassen: Durch die zunehmende Bedeutung der Hypothekenbanken wurde der Grundkredit verbilligt, der Hypothekenzins in den verschiedenen Teilen Deutschlands immer mehr ausgeglichen und ein Parallelismus zwischen Hypotheken- und Effektenzins zum Nachteil des Staatskredits, zum Vorteil des landwirtschaftlichen und städtischen Bodenkredits herbeigeführt. Deutschland hat von allen europäischen Staaten den billigsten Hypothekarkredit [1]). Die Verbilligung läßt sich nach den Rentabilitätsziffern der Jahre 1880—1899, die auf Tabelle 9 aus sämtlichen Pfandbriefarten im Durchschnitt berechnet sind, bemessen.

Bei uns hat eine dem Hypothekenwesen freundliche Haltung der Gesetzgebung die Vermehrung der Pfandbriefe und ihr Eindringen ins Publikum gefördert. Mehr noch kamen, was von den Vätern des Hypothekenbankgesetzes nicht beabsichtigt worden war, diese Vergünstigungen städtischen Bodenspekulanten zu gute, da die Haupttätigkeit der Hypothekenbanken sich immer mehr nach den Städten verlegt hat. Also: Das Reich hat zum Teil durch seine eigene Tätigkeit dem spekulativen Häuserbau in den Städten den Betrieb erleichtert und zwar auf Kosten der Reichsfinanzen. In der Konkurrenz

---

[1]) Foville veröffentlicht im Economiste français (24. Januar 1903) verschiedene Hypothekenzinssätze nach Mitteilungen des délégué de l'Institut International de statistique:
Österreich: 3 1/2—8 %, der am meisten gebräuchliche 5 %,
Belgien: 4 %,
Dänemark: 4 % gesetzlich; üblich 4 1/2, 5, 5 1/2 und 6 %,
Frankreich: 4, 4 1/2 und 5 %, letztere am meisten gebräuchlich,
Ungarn: Österr.-Ungar. Bank 4 3/4 %; laufender Satz 5 %,
Italien: Gesetzlich 5 %, hypothekarische Darlehen meist zu 6 %,
Niederlande: 5 % durchschnittlich (weniger als 4 1/2 % bei 45 % der Darlehen; 4 1/2 % bei 19 % und 5 % bei 36 % der Darlehen).

der Pfandbriefe haben wir einen der Hauptgründe des schlechten Kursstandes unserer Reichs- und Staatsanleihen zu erblicken.

Das erfolgreiche Effektenverkaufssystem hat verschiedentlich Nachahmung gefunden, so z. B. für gewisse Hypothekenbank- und Industrieaktien mit meist noch viel höheren Zwischengewinnen, sowie für die den Pfandbriefen nach Emissionsmodus, Kursstand und Effektentypus sehr ähnlichen Kommunalobligationen der Hypothekenbanken; ebenso für Kleinbahnobligationen. Sogar eine preußische Provinzialanleihe (also eine öffentliche Anleihe) wurde 1899 durch die Landesbank der Rheinprovinz auf diese Art mit 1% Provision und Sperrfrist für 1 Jahr begeben [1]).

Die landschaftlichen Pfandbriefe und preußischen Rentenbriefe sind eine ähnliche Effektenkategorie, aber fast ausschließlich in preußischem Besitz und werden vom süd- und westdeutschen Kapital nur wenig beachtet.

B. Hypothekar- und Kommunalkredit in Frankreich [2]).

Während in Deutschland die Heftigkeit der Konkurrenz in der weitgehenden Dezentralisation des Hypothekarkredites zum Ausdruck kommt, ist in Frankreich der Kommunalkredit (exkl. der selbständigen Pariser Schuld) und Hypothekarkredit vornehmlich in einem einzigen Institute konzentriert, nämlich im Crédit foncier. Dieser kann mit wenigen größeren Emissionen unter nötiger Rücksichtnahme auf die Geldmarktverhältnisse und ohne daß ihm die Anleiheaussichten durch ähnliche Emittenten verschlechtert werden können, frei von lokalem Kapitalangebot an den allgemeinen Geldmarkt sich wenden.

Hypothekarkredit.

In Frankreich ist die Ermittlung der Höhe der Hypothekenverschuldung sehr schwierig. Wir suchen uns nur annähernd ein Bild von derselben nach den von verschiedenen Seiten veröffentlichten Enqueten und Statistiken zu machen.

---

[1]) Frankfurter Zeitung 1899.

[2]) In England kommt bei der geringen Bedeutung des Hypothekenwesens dasselbe für die Zinsbewegung nicht in Betracht.

Nach ihnen geht die Ende des 19. Jahrhunderts auf 14 Milliarden Fs. berechnete Gesamthypothekarschuld zurück. Foville im Economiste français 24. Januar 1903 korrigiert die zwei letzten staatlichen Erhebungen über die Hypothekensverchuldung von 1840 und 1877 und schätzt die hypothekarischen Inskriptionen im Jahre

1840	auf	11,7	Milliarden Fs.
1877	„	14,369	„ „
1902	„	13,500	„ „

Nach Lamaire (Beamter des Crédit foncier) kommt die Höhe der Hypothekareinschreibungen 1893 der von 1879 ungefähr gleich. Von 1880 sind die jährlichen Neueinschreibungen bis 1893 um 280 Millionen Fs. gefallen [1]).

Bei den Notaren, den wahren Bankiers des französischen Grundeigentums, konzentriert sich das Angebot und die Nachfrage für Hypothekengelder. Nur der Notar weiß, wie hoch die Verschuldung eines Gutes ist; er sagt es aber niemand. Die Mangelhaftigkeit der französischen Gesetzgebung, die nicht auf dem Prinzip der Publizität beruht, hat zur Folge, daß der Landwirt nicht so leicht und billig Kredit bekommt, als unter den gewöhnlichen Geldmarktverhältnissen geboten wäre, da im Zins eine Risikoprämie enthalten ist. Die Anlage in Privathypotheken ist nicht beliebt, denn man weiß in der Regel nicht, ob ein Gut trotz Aussagen des Schuldners nicht doch an einen anderen übergegangen ist und ob nicht bereits gesetzliche Hypotheken, die aus Büchern nicht zu ersehen sind, das Gut belasten. Bei der Größe und dem Alter des

---

[1]) Bewegung der Hypothekareinschreibungen nach Lamaire (mitgeteilt im Journal de la Société de statistique de Paris 1895).

1877	934 282	in 100 Fs.	1886	1 297 400	
1878	978 685		1887	1 163 975	
1879	1 063 652		1888	1 134 649	
1880	1 371 868	Krisenzeit	1889	1 226 676	
1881	1 363 574	und daher	1890	1 105 248	
1882	1 468 283	Anschwellen	1891	1 097 986	
1883	1 365 604	der Hypo-	1892	1 104 976	
1884	1 331 344	thekenver-	1893	1 091 348	
1885	1 371 989	schuldungen			

französischen Reichtums haben die Darlehen der Notare bis 1852 genügt und würden noch heute genügen, denn bei den Notaren fehlen nicht die Gelder zum Ausleihen, wohl aber die Borger. Daher die relativ beschränkte Entwicklung der hypothekarischen Darlehen des seit jenem Jahre bestehenden Crédit foncier. Von der Hypothekarschuld kamen ihm am 31. Dezember 1895 nur 1823 Millionen Fs. an Hypothekenforderungen zu. Dagegen ist er mit Pfandbriefen in Verbindung mit Losen fortwährend auf dem Wege der Emission. Auch die Zunahme des Pfandbriefumlaufes ist ganz minimal. Mitunter übersteigen sogar die antizipierten Rückzahlungen die neuen Darlehen [1]). Die Pfandbriefzirkulation abzüglich der aus dem Verkehre gezogenen Pfandbriefe und die Höhe der Darlehen war am

	Pfandbriefumlauf	Höhe der Darlehen
31. Dezember 1894 . . .	Fs. 1 689 201 000	Fs. 1 888 165 000
31. „ 1895 . . .	„ 1 778 216 000	„ 1 822 969 000
31. „ 1897 . . .	„ 1 802 948 000	„ 1 830 984 000
31. „ 1898 . . .	„ 1 847 142 000	„ 1 847 174 000
31. „ 1899 . . .	„ 1 841 076 000	„ 1 905 926 000

Im Jahre 1902 existierten nur vier Arten der 3%igen und 2,8%igen mit Losen verbundenen Pfandbriefe ungefähr im Betrage der Hypothekenforderungen. Der Pfandbriefumlauf wechselt fortwährend, da die „Bank“ beim Fallen der Kurse ihre Pfandbriefe zurückkauft und damit den Kurs stützt [2]). Bei den gleichzeitigen raschen Verlosungen der Pfandbriefe stellt der Hypothekarkredit eine kaum nennenswerte Kapitalnachfrage an den Geldmarkt.

Kommunalkredit.

Die gemeindlichen Anleihebedürfnisse werden zum größten Teil [3]) durch den Crédit foncier, zum geringeren Teil durch

---

[1]) Nach Generalversammlungsberichten

	Neue Hypothekendarlehen	Antizipierte Rückzahlungen
1895	Fs. 91 107 737	Fs. 134 472 442
1896	„ 120 733 932	„ 117 319 926
1897	„ 125 652 219	„ 117 588 957
1901	„ 140 871 372	„ 74 392 185

[2]) Paul Leroy-Beaulieu im Economiste français, September 1890.

[3]) Siehe Tabelle 13.

die Depositenkasse, eine große Staatsbank, befriedigt [1]). Jener gibt den Gemeinden lang- oder kurzfristige, oder durch Annuitäten rückzahlbare Darlehen [2]), für die er sich selbst die Mittel durch Ausgabe von Kommunalobligationen mit Losen schafft. Die 1901 umlaufenden Kommunalobligationen von 1458,9 Millionen Fs. setzten sich aus 6 Arten 2,6-, 2,8- und 3%iger Emissionen zusammen. Die Zunahme des Obligationenumlaufes von 1894—1901, sowie die neuen Kommunaldarlehen des Crédit foncier in ihrem Verhältnis zur Gesamtkommunalverschuldung ersieht man aus Tabelle 13.

Pfandbriefe und Kommunalobligationen des Crédit foncier haben als Anlagewerte auf dem Geldmarkt große Ähnlichkeit. Sie sind mündelsicher und können in allen Fällen, in denen Staatsrente zugelassen ist, zur Anlage verwendet werden. Steuerbeamte (trésoriers payeurs généraux und receveurs particuliers des finances) sind beauftragt, für die Gesellschaft Auszahlung der Coupons und Käufe und Verkäufe der Obligationen in der Provinz zu besorgen. Sämtliche Obligationen, sowie die sofort näher zu beschreibenden Pariser Stadtobligationen lauten auf nominal 400 oder 500 Fs. und sind, um sie beim Publikum beliebt zu machen, auch als Partialobligationen käuflich. So erfordert eine Viertel- oder eine Fünftelobligation 2½ % Pariser Stadtobligationen von 1894, oder 2,8% Pfandbriefe von 1885, beide mit Losen, nur ein Kapital von unter 100 Fs.

Die Kommunalobligationen und Pfandbriefe werden mittels öffentlicher Subskription direkt dem Publikum [3]) angeboten, meist mit wesentlichem Abstand gegen den Tageskurs und

---

[1]) Bis 1860 konnten sich die Gemeinden nur an die Depositenkasse oder Private wenden; letztere machten oft zu harte Bedingungen und erstere konnten nicht genügend hohe, langfristige Kredite eröffnen (Vliehbergh, le Crédit foncier 1900).

[2]) Die Städte müssen in ziemlich kurzer Zeit, gewöhnlich in 30 Jahren, ihre Anleihen tilgen.

[3]) Seit den Anleihen von 1879, schreibt Claudio Jannet 1892 in seinem Buche „Le capital, la spéculation et la finance", hat der Gouverneur des Crédit foncier mit Banksyndikaten Garantieverträge abgeschlossen und dafür werden den Banken die en bloc zedierten Obligationen 10 Fs. pro Stück billiger belassen als dem Publikum.

weitgehenden Ratenzahlungen. Den Emissionen wird größtmögliche Publizität durch Prospekte und Zeitungen (Reklame) gegeben. Die Zeichner, die nur einen Teil ihrer Zeichnungen eingezahlt haben, nehmen sofort voll an den Verlosungschancen teil. Da die Zahlungen sich oft über mehrere Jahre erstrecken, ist dieser Vorteil sehr wesentlich für die Beliebtheit der Anleihen. Das Disagio bei der Emission bildet einen großen Erfolgsfaktor für die Unterbringung der Anleihen. Z. B. 1883 wurden Obligationen zu 330 Fs., d. h. 170 Fs. unter dem Nennwert, emittiert. 1890 erhoben sich die Prämien der zirkulierenden Anleihen von 1880, 1883 und 1885 auf 481 Millionen Fs.[1]). Auf ähnliche Art wie die Obligationen des Crédit foncier und in demselben Typus werden die Pariser Stadtobligationen emittiert. Die Stadt Paris hatte Ende des 19. Jahrhunderts eine weit bedeutendere Schuld, als sämtliche Gemeinden Frankreichs zusammengenommen. 1870 betrug die Pariser Stadtschuld 1475 Millionen Fs., 1900 aber 2387 Millionen Fs.; sie hat also in 30 Jahren um über 60% zugenommen. Die Anleihen sind, wie die des Crédit foncier, mit Losen verbunden, und daraus erklärt sich die niedrige Nominalverzinsung der Schuld, nämlich zum Teil nur 2—2½%.

Interessant ist, daß unter diese Effektenkategorie mit Losen nach dem Bulletin de statistique vom Mai 1901 mehr als ⅙ des Totalbetrages der von Aktiengesellschaften ausgegebenen Obligationen und Bons mit einem Kurswert Ende 1898 von 3201 Millionen Fs. fällt. Einschließlich der Pariser Stadtobligationen zirkulieren also ca. 5% sämtlicher französischer Mobiliarwerte in Form von Prämienobligationen mit Ausnahmeverzinsung.

Was bedeutet das für die Stellung dieser Effektenart auf dem Geldmarkte und für ihre Beliebtheit bei dem anlagesuchenden Publikum? Die Losobligationen haben stark den Sparsinn der unteren Klassen des Volkes entwickelt, aber zugleich auch die Spielsucht des Publikums groß gezogen. Diese

---

[1]) Die Gewohnheit der starken Unterpariemission hat wegen der ungeheuren Rückzahlungsprämien die Lage des Crédit foncier zeitweise ziemlich verschlechtert.

Obligationen haben eine ausgezeichnete Kundschaft; sie sind immer gesucht von einem Kreis kleiner Rentiers, Arbeiter und Beamter, die ihnen sehr treu bleiben, trotz des mäßigen Einkommens, das sie abwerfen[1]). Die Kurse der 3%igen Pfandbriefe von 1879 z. B. bewegten sich 1894—1903 in nur sehr engen Grenzen, nämlich zwischen 490 minimal und 510 maximal pro Obligation von 500 Fs. Bei Berücksichtigung der Kouponsteuer warfen also exkl. der Verlosungschancen die Pfandbriefe in den letzten 10 Jahren kaum 3% ab. Die Besitzer solcher Obligationen begnügen sich somit für diesen Teil ihrer Anlage mit einem geringeren Einkommen als aus Staatsrenten.

Wir müssen aus Rücksichten der Vollständigkeit noch einer dritten Art von Kommunalobligationen Erwähnung tun, nämlich der direkt emittierten Städte- und Departemental-Obligationen. Ein Vergleich der Darlehensforderungen des Crédit foncier mit der Gesamtkommunalverschuldung (unter Abzug der selbständigen Pariser Stadtobligationen) ergibt, daß auf die an den französischen Börsen notierten Städteobligationen nur ein geringer Umlauf entfallen kann. In der Tat ist ihr Markt ganz unbedeutend. Am 1. März 1903 z. B. waren inkl. der Departementalobligationen nur 7 Notizen im Pariser Kurszettel zu finden. Die übrigen 30 waren damals mangels Umsätze gestrichen.

Also: In Frankreich wird in der Hauptsache der Hypothekar- und Kommunalkredit durch ein Institut befriedigt. Die Anlagemöglichkeiten nach dieser Richtung sind auf ganz wenige, niedrig verzinsliche Effektenarten, die sich nur langsam vermehren, beschränkt.

III. Kommunalkredit in Deutschland und England

Über die Höhe der Kommunalverschuldung in Deutschland existiert keine einheitliche Statistik. Wir wissen nur, daß die Zunahme der Verschuldung rapid ist, trotzdem gleichzeitig die Tilgung (durchschnittlich in ca. 35 Jahren) sehr rasch voranschreitet[2]). Gerade in den letzten 25 Jahren ist ein zeitweise

---

[1]) Raffalovich, Le marché financier 1899.

[2]) Die Schulden der 52 deutschen Städte, die sich an der Statistik

unaufhörliches Angebot von Städteobligationen zu verzeichnen. An der Berliner Börse wurden im Jahre 1902 im ganzen 189 verschiedene Kommunalanleihen von 113 verschiedenen Städten mit Kursnotierung gehandelt, an anderen deutschen Börsen, namentlich Leipzig, Dresden, Hamburg, Breslau, Frankfurt a. M., Köln und München solche von etwa 90 deutschen Städten, deren Kurse in Berlin nicht notiert waren [1]).

Die Folge dieser weitgehenden Dezentralisation ist eine vollständige Desorganisation auf unserem Städteanleihemarkt. Hier sucht man vergeblich nach einem vorherrschenden zentralen Anlagepapier, oder nach irgendwelcher Einheitlichkeit in den Emissionen, im Typus etc.; vielmehr existiert eine Masse der verschiedenartigsten kleineren und größeren Anleihearten. Die vielen Städte erhalten mit ihrem stetig fließenden Anleihestrom je nach ihrer finanziellen Lage, Größe und Art der Emission etc. nur unter mehr oder weniger günstigen Bedingungen Kredit. Dieser ist oft erheblich durch Bankprovisionen, einseitige Festsetzung der Anleihekurse seitens der Banken bei Nichtnotierung an der Börse und Monopolstellung mancher Banken den Städteverwaltungen gegenüber verteuert. Die Emission geschieht auf verschiedene Art: Häufig durch Versteigerung der ganzen Anleihe an den Meistbietenden oder durch feste Begebung an Konsortien, weniger häufig durch direkte öffentliche Subskription. Auch die Seehandlung und der Invalidenfonds geben, auf ganz Deutschland verteilt, Kommunalkredit [2]). Die vielen kleineren und größeren Städte kommen ohne gegenseitige Rücksichtnahme unaufhörlich an den Markt. Wenn auch die Kommunalobligationen in normalen Zeiten den Kursen der Staatsfonds folgen, so schafft doch ihre rasche Vermehrung eine große Zahl neuer Anlagemöglichkeiten, die, weil meist rentabler, häufig von Kapitalisten den Staatsfonds vor-

---

im Jahrbuch deutscher Städte beteiligen, beliefen sich 1902 allein schon auf 1½ Milliarden Mk. Jahrbuch deutscher Städte 1902. S. 432.

[1]) Zusammengestellt in den Grenzboten 1903 nach Saling und nach Neumanns Kurstabellen.

[2]) Das Geschäft in den auf Grund von Darlehen an Kommunen durch die Hypothekenbanken emittierten Kommunalobligationen hat sich bis jetzt nicht stark entwickelt, da es sich nicht lohnt.

gezogen werden. In Zeiten steigenden Zinsfußes gerade macht sich die Rückwirkung auf die Staatsfonds ungünstig bemerkbar, denn ähnlich wie die Pfandbriefanstalten kommen die Städte durch Emission höher verzinslicher Papiere dem Publikum entgegen. So sind im Jahre 1899, als jedes Interesse bei Kapitalisten für Kommunalobligationen fehlte und der Anleihestrom am stärksten war, die Städte, um Käufer für ihre Obligationen zu finden, immer mehr zum 4 % Typus zurückgekehrt. Auf Ausschreibung der seit Jahren allgemein emittierten $3^1/_2$ % Anleihen waren verschiedentlich keine Offerten eingelaufen, da das Publikum $3^1/_2$ % Werte zurückwies. Banken blieben damals vielfach auf übernommenen $3^1/_2$ % Städteobligationen „sitzen". Selbst der Absatz der Anleihen großer und größter Städte geht zeitweise nur schleppend vor sich. Nicht selten erwächst daher den Banken außer der Festlegung ihrer Kapitalien ein erheblicher Verlust, so daß sie sich in vielen Fällen nur wegen des mit Emission von Städteanleihen verbundenen Renommees zur Übernahme bereit erklären.

Dementsprechend sind die Erscheinungen auch beim gewöhnlichen Handel in Kommunalpapieren. Die Emissionsbanken müssen in der Regel das zurückströmende Material in ihre Portefeuilles zu einem von ihnen selbst diktierten Preise zurücknehmen. Denn die Kursnotizen an der Börse sind oft nur nominell und beziehen sich auf ganz geringfügige Umsätze; sehr oft sind die Kurse überhaupt gestrichen. Bei solch ungesunden Zuständen sind öfter selbst kleine Summen von Obligationen nicht verkäuflich, da die betreffenden Städte das Material nicht aufkaufen können und Interessenten nicht zu finden sind. Wenn Städteanleihen nur leicht zu kaufen, schwer oder aber wie 1899 teilweise gar nicht zu verkaufen sind, muß sich dies in einer niedrigeren Bewertung äußern. Trotzdem im allgemeinen die meisten Kommunalpapiere in der Sicherheit hinter Konsols [1]) kaum zurückstehen und trotzdem

[1]) Miquel am 2. Mai 1873 im Reichstage: „Ich kenne keine Kommunalobligationen, hinter denen die Steuerkraft der Kommune steht, die irgend eine Gefahr involvierten." Für die Kommunalanleihen übernimmt der Staat keine Garantie.

sie zum größten Teil lombardfähig und mündelsicher sind, bewegen sich doch ihre Kurse aus den genannten Gründen erheblich unter denen der Konsols. In ungünstigen Jahren, so z. B. 1899, vergrößert sich noch dieser Abstand. Ein etwas höheres Kursniveau haben die Berliner Stadtobligationen vermöge ihrer größeren Kursfestigkeit[1]). Der Realzins der 3½ % Städteanleihen bewegte sich in den Jahren 1890—1902 zwischen 3,38 und 3,88 % und stieg bei 4 % Papieren bis auf 4 %. Er ist also um ein gutes höher als der entsprechender Obligationen in Frankreich und, wie wir sogleich sehen werden, auch in England.

Wir haben somit eine große Auswahl verschiedenartiger, verschieden verzinslicher und verschieden rentabler Anlagemöglichkeiten, die bei kleinem, widerstandslosem Markte, ungenügenden Zins- und Talonseinlösungsstellen, lästigen Verlosungskontrollen mit eventuellen Zins- und Kapitalverlusten sich gegenseitig Konkurrenz bereiten und so etwaige Kurssteigerungen hemmen können. Der Markt der meisten Städteanleihen ist nur lokal. Wenn auch Offerten auf Ausschreibung solcher Anleihen aus allen Teilen Deutschlands mitunter einlaufen, ist in entfernteren Landesteilen doch keine Aussicht auf ihre dauernde Unterbringung. Selbst die Anleihen größerer Städte wandern immer wieder nach der Ausgabestadt zurück und haben nur hier bei lokalem Angebot und lokaler Nachfrage eine ernsthafte Kundschaft.

Noch heute kann man den Stand des städtischen Anleihemarktes mit den Worten Miquels kennzeichnen, die er schon vor 30 Jahren im Reichstage[2]) ausgesprochen hat: „Ich glaube, kein so fortgeschrittenes Land hat eine so jämmerliche und erbärmliche Organisation des Kommunalkredites als Deutschland."

Verschiedene Vorschläge sind bereits gemacht worden, um den desolaten Zuständen abzuhelfen. Z. B. auf dem Städtetag in Nürnberg 1899 gab man die Anregung, die Städte sollen, um das Publikum wieder mehr an ihre Anleihen zu gewöhnen,

---

[1]) Vgl. hiezu Tabelle 15.

[2]) 2. Mai 1873.

diese im Verhältnis zu Konsols billiger als bisher anbieten, entweder durch höheren Zinsfuß oder niedrigeren Kurs. Darunter würden notwendig die Konsolkurse leiden. Ferner wurde die Ansicht vertreten, die Sparkassen, die zu den bedeutendsten Abnehmern kommunaler Anleihen gehören, sollen mehr als bisher ihre Fonds in ihnen festlegen; eine solche Politik könnte die Liquidität der Sparkassen gefährden und ihnen schwere Verluste resp. Geldverlegenheiten verursachen.

Ganz richtig sagt Jastrow, es sei nicht ratsam, wenn sich die Städte zusammentun, um ihren Anleihekredit zu heben, denn ihnen fehle auch vereinigt die Macht auf dem Geldmarkte. Ein solcher Zusammenschluß müsse von den Einzelstaaten ausgehen. Die Städte können nur dem Zuge der Zeit folgen; für sie sei der Staatskredit Regulativ. Im Anschluß an diese Ausführungen möchten wir nunmehr der deutschen Organisation des Kommunalkredites die in England gegenüberstellen, wo die gegenseitige Konkurrenz der Kommunalobligationen mit ihren ungünstigen Wirkungen auf den Geldmarkt teilweise wenigstens ausgeschaltet ist.

Kommunalkredit in England. Eine bessere Organisation des Kommunalkredites hinsichtlich der Schaffung eines zentralen Papieres besteht in England. Hier gewährt seit über 100 Jahren die Regierung Munizipalitäten und Korporationen Kredit. Sie hat sich bis 1887 die Mittel hiefür durch Ausgabe von Exchequer oder Treasury Bills verschafft und den kreditnehmenden Körperschaften Anweisungen auf ihre Guthaben bei der Bank von England gegeben. Die Nationalschuld erschien also größer, als sie in Wirklichkeit war. Zu diesem System der Kreditorganisation führte die Erwägung, daß die vielen Körperschaften trotz der Sicherheit ihrer Schulden wegen der Geringfügigkeit der Anleihebeträge am offenen Markte nur ungünstige Kreditbedingungen erhalten würden. Die Emissionskosten kämen prozentual sehr hoch und der Emissionskurs würde gegenüber dem ähnlich guter Rentenpapiere ungünstiger zu stehen kommen.

Wenn der Staat Interesse hat an Vollbringung gewisser öffentlicher, in die staatliche bezw. gemeindliche Tätigkeit fallender Aufgaben, so ist es vollauf gerechtfertigt, daß er

die Gemeinden befähigt, zu den bestmöglichen, d. h. zu ähnlich günstigen Bedingungen wie er selbst, Kredit zu erhalten. Durch eine Anzahl von Bestimmungen sind die Zwecke, für welche die Kommunen solche Anleihekredite vom Staate erhalten, nach und nach erweitert worden. Die Anleihegesuche werden an Kommissäre gerichtet, deren Aufgabe ist, jeweils die Grundlage der Nachfrage zu prüfen und die Anleihebedingungen zu fixieren.

Lange krankte das System daran, daß der Staat langfristigen Kredit gewährte, dagegen kurzfristige Schatzscheine begab und so seine schwebende Schuld vermehrte. Goschen hat 1887 dem abgeholfen, indem er mit dem 3% Local Loan Stock ein neues Anlagepapier in der Höhe von 37 Millionen £ schuf und für die Lokalanleihen ein eigenes Konto im Nationalschuldbuch errichtete. So wurde die Kommunalschuld von der Nationalschuld getrennt, ohne daß die direkte Garantie des Staates aufgehört hätte. Goschen hat sich als Nationalschuldkommissär den ganzen Betrag zugeteilt und dagegen einen gleich hohen Betrag fundierter und unfundierter Schuld, die er gegen Sparkassendepositen [1]) in Händen hielt, getilgt. Im Jahre 1891 war die Höhe des Local Loan Stock 41 Millionen £.

In den Local Loan Fund fließen alle Gelder aus Rückzahlung von gemeindlichen Anleihen. Übersteigen die Anleihebedürfnisse die im Fonds befindlichen Kapitalien, dann wird der Staat die Anleihegesuche nicht mehr aus seiner Tasche befriedigen, sondern durch Emission von 3% Local Loan Stocks das nötige Geld für die Kommunen beschaffen [2]). Aus der Differenz des Zinses, den die Borger zu zahlen haben, und 3% werden die Ausgaben für den Schuldendienst bestritten. Der große Vorzug dieses Systems ist die Einheitlichkeit in der Organisation des Angebots, der widerstandsfähige Markt und damit bessere Kursstand der Kommunalanleihen. Der Local Loan Fund ist mit denselben Vorzügen wie Konsols (bezüglich Sicherheit, Stempelfreiheit, Zinszahlung und Umschreibung der

---

[1]) Über staatliche Verwendung der Sparkassengelder vergleiche man Kapitel VI.

[2]) Nach Institute of Bankers 1891.

Titres) ausgestattet. Er ist bis 1. Mai 1912 unkündbar und von da ab bei einmonatlicher Kündigung rückzahlbar. Beifolgende Tabelle zeigt das Rentabilitätsverhältnis des 3% Local Loan Stock zu den 2¾% Goschen Consols, den 2½%igen 1905er Konsols und den 3% Deutschen Reichsanleihen:

	Ende Juli 1896.	März 1897.	Ende Juli 1898.	Ende Juli 1900.	März 1903.
2¾% Konsols . . .	2. 0. 0.	2. 0. 3.	2. 0. 0.	2. 14. 3.	2. 15. 3.
2½% „ 1905 .	2. 0. 6.	1. 16. 6.	1. 16. 3.	2. 13. 6.	2. 15. 0.
3% Local Loan Stock	1. 19. 9.	2. 0. 0.	2. 3. 9.	3. 0. 0.	3. 2. 3.
3% Reichsanleihe . .	3. 0. 0.	3. 3. 7.	3. 3. 0.	3. 3. 0.	3. 4. 7.

Größere Munizipalitäten und Korporationen erscheinen häufig mit ihren Anleihen direkt am Geldmarkt, insbesondere dann, wenn sie auf diese Weise billigeren Kredit erhalten als durch die mit Gebühren und Spesen verknüpfte Vermittlung des Local Loan Fund. Die selbständigen Korporations- und Munizipalfonds stellen eine wichtige Gruppe von Rentenpapieren dar und vermehren sich besonders bei günstiger Geldmarktlage sehr rasch. Die Emissionen werden wie die der Kolonialfonds durch Versteigerung unter Bevorzugung der Meistbietenden in Form von Inscribed Stocks, d. h. als Buchschulden[1]) begeben und sind meist pari rückzahlbar[2]).

Von den Korporationsstocks ist der bedeutendste der Metropolitan Consolidated Stock mit ursprünglicher Garantie des Staates; nach einiger Zeit wurde die Regierung ängstlich und wollte von ihrer Garantie frei sein, da sie befürchtete, daß die anderen Städte auch kommen würden und sagen: Hafte für unsere Schulden! Alle existierenden Anleihearten wurden in einen uniformen Consolidated Stock umgewandelt, der alle Vorzüge einer öffentlichen Schuld in sich vereinigt, aber statt auf

---

[1]) Die Korporationen haben Londoner Banken als Agenten für Transfers und zum Halten des Registers aufgestellt.

[2]) Wenn sie nicht rückzahlbar (irredeemable) begeben werden, so heißt dies, daß der Stockbesitzer nicht gegen seinen Willen zurückbezahlt und der Stock nur zum Tageskurse am Markte zurückgekauft werden kann. Der Schuldner muß aber trotzdem einen Tilgungsfonds halten und leidet unter der Besserung seines eigenen Kredits. Die Bewilligung zu dieser Art der Emission wird vom Parlamente nicht mehr erteilt.

dem Consolidated Fund der Nation auf dem der Metropole lastet[1]). Da jedoch ohne ausdrückliche Sanktion der Regierung keine Anleihe aufgenommen werden darf, bleibt, wenn auch keine rechtliche, so doch eine moralische Garantie derselben bestehen. Möglichst viele Anleihen wurden in einen Typus vereinigt und also möglichst viele rückzahlbar in 60 Jahren vom Datum der ersten Emission an begeben, d. h. die späteren mit kürzerer Laufzeit ausgestattet. Sonst wären zu viele Anleihetypen entstanden und ihre Marktfähigkeit beschränkt worden. Mit der stetigen Besserung des Kredites in den 80er Jahren ging man vom 3% zum 2½ % Typus über. Wegen der geringen Masse letzterer ist auch ihre Umsatzfähigkeit beschränkt[1]).

Im übrigen besteht eine ganze Anzahl Korporationsstocks, die für den kleinen Mann und für Anleger mündelsicherer Werte (1889 wurden sie in die Trusteeliste aufgenommen) eine sehr beliebte, als erstklassig angesehene Anlageform darstellen. Mit den Eisenbahnobligationen und Prioritäten kommen sie in der Sicherheit und Beliebtheit gleich nach den Konsols, zumal die Kommunen und Korporationen durch das Local Government Board in der Neuaufnahme von Schulden fortwährend kontrolliert und beschränkt werden.

Die Tilgung schreitet rasch voran, so daß trotz der oft sehr bedeutenden Emissionen gleichzeitig und stetig große Anleihebeträge und Kapitalien frei werden. Erst von 1835 an hat die Zunahme der Lokalverschuldung Bedeutung erlangt:

1874/75	betrug	die	Schuld	£	92 820 000
1880/81	„	„	„	„	144 203 000
1888/89	„	„	„	„	195 442 000
1890/91	„	„	„	„	201 215 000
1894	„	„	„	„	224 000 000
1895/96	„	„	„	„	243 000 000
1898	„	„	„	„	252 000 000
1899	„	„	„	„	276 229 000[2]).

[1]) Nach Institute of Bankers 1891.

[2]) Gleichzeitig ist die öffentliche Schuld dauernd zurückgegangen. Sie betrug:

Trotz dieser rapiden Zunahme ist doch zumeist die Absorption der Emissionen durch das Kapitalistenpublikum rasch von statten gegangen (abgesehen von einigen ungünstigen Marktjahren mit überstürzten Emissionen). Die Rentabilität dieser Papiere ist entsprechend ihrer Beliebtheit eine sehr geringe. Wir geben einige Rentabilitätsziffern und stellen die unserer 3% Deutschen Reichsanleihe zum Vergleich gegenüber:

	Anf. 1883.	Anf. 1890.	Anf. 1893.	Juli 1896.
3½% Metropolitan .	3. 5. 6.	3. 2. 3.	2. 17. 9.	2. 9. 3.
3½% Liverpool . .	3. 10. 0.	3. 2. 6.	3. 0. 6.	2. 9. 0.
4% Manchester . . .	3. 11. 0.	3. 3. 0.	3. 2. 3.	2. 11. 0.
4% Leeds	3. 10. 0.	3. 5. 0.	3. 3. 0.	2. 13. 3.
3½% Birmingham .	3. 11. 3.	3. 3. 6.	—	2. 9. 3.
		Mai 1888.		
3½% Bristol . . .	—	—	—	2. 11. 9.
3½% Glasgow. irred.	—	—	—	2. 10. 3.
3% Sheffield 1925 .	—	—	—	2. 9. 9.
3% resp. 2¾% Konsols	2. 18. 9	3%. 2. 14. 3.	2. 12. 6.	2. 0. 0.
		Oktober		
3% Reichsanleihe . .	—	3. 8. 11.	3. 8. 10.	3. 0. 0.

	März 1897.	Juli 1898.	Juli 1900.	März 1903.
3½% Metropolitan . .	2. 9. 6.	2. 12. 6*).	2. 19. 6*).	3. 0. 6*).
3½% Liverpool . . .	2. 11. 3.	2. 13. 9.	3. 0. 6.	3. 0. 9.
4% Manchester . . .	2. 13. 9.	2. 15. 6.	3. 1. 0.	3. 1. 0.
4% Leeds	2. 16. 9.	2. 19. 0.	3. 6. 6.	3. 7. 0.
3½% Birmingham . .	2. 13. 3.	2. 17. 9.	3. 3. 2.	3. 3. 3.
3½% Bristol	2. 12. 9.	2. 14. 3.	3. 0. 9.	3. 3. 6.
3½% Glasgow. irred. .	2. 12. 3.	2. 14. 0.	3. 0. 3.	3. 1. 3.
3% Sheffield 1925 . .	2. 12. 0.	2. 16. 6.	3. 6. 9.	3. 10. 6.
3% resp. 2¾% Konsols	2. 0. 3.	2. 0. 0.	2. 14. 3.	2. 15. 3.
3% Reichsanleihe . .	3. 1. 7.	3. 3. 0.	3. 3. 0.	3. 4. 7.

* Kurse von 3% Obligationen.

Sämtliche beliebig gewählte britische Kommunalpapiere haben also durchweg günstigere Kurse als unsere 3% Reichsanleihen. Zur Zeit der Parikurse letzterer (1896) warfen englische Kor-

---

	in Millionen £:	Lokalverschuldung (Millionen £):
1874/75 . .	768,9	92,82
1899 . . .	627,5	276,23
	— 141,4 £.	+ 183,41 £.

porationsstocks maximal 3 £, minimal 2,2 £ ab und gaben durchschnittlich nicht einmal ein Einkommen von $2^1/_2\,\%$.

IV. Die Industrieansprüche in ihrer Bedeutung für den Staatsfondsmarkt

Es würde zu weit führen, die verschiedenen Arten industrieller Aktien und Obligationen bis in alle Details einzeln zu besprechen [1]). Vielmehr versuchen wir allgemein die aus Verfolgung der Geldmarktverhältnisse gewonnenen Eindrücke wiederzugeben und auf diese Weise den Einfluß der industriellen Lebhaftigkeit resp. des Aktienmarktes auf die Höhe des Normalzinses in den drei Ländern zu veranschaulichen.

Eberstadts Versuch, die Kapitalreinansprüche, d. h. den wirklichen Kapitalbedarf der Industrie von dem der Börse und Spekulation zu scheiden und zahlenmäßig die Größe beider auszurechnen, ist mißlungen. Er wollte damit zeigen, daß nicht die Kapitalansprüche der Industrie, sondern die Spekulationstätigkeit mit Aktien die Zinsfußsteigerungen zur Folge habe [2]). Dies suchte er an dem Vergleiche des Ausgabekurses der Aktien und ihres späteren Börsenkurses (im Jahre 1899) nachzuweisen, hat aber dabei den großen Fehler gemacht, zur Berechnung des Kapitalanspruches der Spekulation immer das Gesamtaktienkapital rechnungsmäßig heranzuziehen, während die Kursnotizen der Aktien doch nur aus Umsätzen eines ganz minimalen Teiles des Aktienkapitals hervorgehen. Daneben

---

[1]) Eine eingehende Würdigung der Bedeutung des Aktienmarktes für die Zinsfußverhältnisse kann nur Sache einer rein historischen Darstellung sein.

[2]) Merkwürdigerweise hat Léon Say schon 1886 (Annales de l'Ecole des Sciences politiques Band I) einen ähnlichen Gedankengang ausgesprochen. Er sagt da: „Il est donc vrai que, toutes les fois qu'une hausse se produit en Bourse sur une valeur de spéculation, elle a le même effet sur le mouvement des capitaux que si les compagnies, dont les titres sont en spéculation, avaient fait un appel de fonds égal à l'élévation des cours." Aber ganz richtig setzte er hinzu: „Il est néanmoins évident que l'effet dont je parle est limité à cette portion du capital de la société qui est en spéculation, car les capitalistes qui ont acheté des actions pour les garder dans leurs portefeuilles, n'ont pas besoin d'emprunter pour rester en possession de leurs titres.

mag bemerkt werden, daß die in Form von Aktien und Obligationen erscheinenden Kreditansprüche der Industrie nicht die einzigen sind, sondern daneben Kreditorenkonten, insbesondere Buchschulden bei den Banken, auf den Zinsfuß in anderer Form einwirken.

Die Pariser Börse ist arm an industriellen Werten. Entweder hat sie nur Aktien einiger alter Unternehmungen, die zwar blühen, aber nur langsam sich entwickeln, z. B. die Aktien einiger Wasser-, Gas- und Transportgesellschaften, 3 oder 4 Metallwerte, ebensoviele metallurgische Werte, oder aber enthält sie eine lange Serie von Aktien, in denen Umsätze höchst selten sind, resp. gar nie stattgefunden haben [1]). Neymarck berechnete 1897, daß von dem gesamten Besitz an Mobiliarwerten inländischen Ursprunges nur 10—15 % auf Industrieaktien entfallen. Dagegen sind die Anlagen in pupillarisch sicheren Werten in Frankreich viel wichtiger und bedeutender als in Deutschland. Gleichwohl ist, wie wir sahen, die Auswahl unter inländischen Anlageeffekten sehr beschränkt. Wenn auch an den Provinzbörsen wie Lyon, Marseille, Lille regeres Leben in Industrieaktien herrscht, werden dort in der Hauptsache doch nur Spezialwerte mit lokaler Klientele gehandelt, die für ferner wohnende Kapitalisten kaum in Betracht kommen. Überdies sind die Umsätze an den Provinzbörsen gering im Verhältnis zu den Pariser Transaktionen. Der Börsensteuerertrag beweist die Konzentration des Geschäftes in Paris [2]). Vom 1. Juni 1893, d. h. seit dem Bestehen der

[1]) Paul Leroy-Beaulieu im Economiste français, September 1890.

[2]) Zu dieser Konzentration hat auch das solide aber wenig aktive französische Bankensystem mit ausgedehntem Filialnetz beigetragen. Durch die Filialen werden die Kapitalien im ganzen Lande aufgesaugt, in Paris zentralisiert und zum großen Teil in Börsenoperationen angelegt, was den Kredit in der Provinz für Handel und Industrie erschwert. Es wird sehr schwierig, sagt Paul Leroy-Beaulieu im Economiste français, in der Provinz Handels- und Industriegeschäfte mit lokalen Geldquellen zu errichten, die nur 1 Million Fs. Kapital erfordern; man muß zu den Großbanken seine Zuflucht nehmen. Ganz anders beim deutschen Bankensystem, wo die vielen selbständigen Provinzbanken viel eher Finanzierungen und weitgehenden Kreditgewährungen zugänglich sind. Indem die Kapitalien alle Richtungen nehmen, wird der Unternehmungsgeist im Lande gefördert.

Steuer bis Ende 1896, flossen der Staatskasse 30 070 000 Fs. zu, davon 1 373 000 Fs., d. h. nur $^1/_{22}$, von den Provinzbörsen.

Die industrielle Stagnation äußert sich in zahlreichen Symptomen, so in der geringen Zahl der Industrieaktien und der neu ins Leben gerufenen Unternehmungen. Auf Tabelle 16 sind nach Veröffentlichungen im Economiste français (1892) die Neugründungen von 1871—1892 zusammengestellt; nach Kursen von 1892 sind sämtliche Aktien unter pari. Alle Gesellschaften machen also schlechte Geschäfte; nur Montanwerte wie Malfidano, le Laurium, Nickel geben ein erfreulicheres Bild. Die Immobiliargesellschaften sind fast alle nach 1871 entstanden; 1892 waren ihre Aktien tief unter pari. Ferner wurden in diesem Zeitraume 20 000 km neuer Eisenbahnen von einer ganzen Anzahl Gesellschaften in Frankreich und Algier gebaut. Der größte Teil davon ist nach Paul Leroy-Beaulieu unrentabel. Ferner sind in Paris acht neue Banken entstanden; ihre Aktien waren mit Ausnahme der des Crédit Algérien, die einen sehr beschränkten Markt haben, 1892 sämtlich unter pari. Symptomatisch für die Stagnation des Unternehmungsgeistes aber ist, daß sich seit 1872 in Paris wenigstens keine neue Bank mit gutem Erfolg gebildet hat.

Hier noch die Ergebnisse einiger Untersuchungen in ähnlicher Richtung: Für sämtliche Aktien, ob an französischen Börsen oder überhaupt nicht notiert, hat Paul Leroy Beaulieu im Economiste français auf Grund von Erhebungen des Enregistrement gezeigt, daß der Durchschnitt der Geschäfte mittelmäßig ist[1]) und der unverdiente Mehrwert beim Mobiliarreichtum in Frankreich in einen Minderwert umschlägt. Ein Kapitalist also, der seit 1800 mit Kauf der Aktien der Banque de France angefangen und von sämtlichen folgenden Aktiengesellschaften solche im Verhältnis zum Gesellschaftskapital

[1]) Kurswert von 14 476 487 000 Fs. gegenüber Nominalwert von 13 400 Millionen Fs. Mithin geben sämtliche 1898 existierende Aktien nur einen Mehrwert von 8 % (inklusive der parts de fondateurs, die auf 158 Millionen Fs. berechnet werden können, 1 % weiter, also 9 %). Dabei sind aber die durch Bankerott oder Liquidationen von Gesellschaften erlittenen Verluste nicht berücksichtigt.

gekauft hätte, würde bis 1898 einen Verlust erlitten haben[1]). Auch die Worte Lamarzelles in der Sitzung des Senates vom 25. November 1895 sind erwähnenswert: „Man lasse die Liste der Finanzgeschäfte des Crédit foncier wie Compagnie foncière, Magasins de l'Algérie, Banque Maritime, Immeubles de France, Bons de loterie, Bons Algériens etc. Revue passieren und vergleiche den Emissionskurs dieser Gesellschaften mit dem heutigen Börsenkurs, so wird man finden, daß der französische Sparer 200 Millionen Fs. verloren hat."

Fast durchweg im Gegensatz zu 1850—1870 läßt sich also die Inferiorität der industriellen Neugründungen von 1871 ab nachweisen. Bei dem Unterparistand der meisten Aktien aus neuen Unternehmungen und nach den schweren Katastrophen (wie Bontoux, Comptoir d'Escompte, Société des métaux, Panama etc.) sind die ohnedies nicht gerade zahlreichen Industrieaktien wenig geeignet, das Sparkapital anzuziehen.

Wegen ihrer Wichtigkeit für Geldmarkt und Staatsrente seien hier noch Eisenbahnaktien und Obligationen genannt. Aus dem Bulletin de statistique, das Mai 1901 die verschiedenen Aktiengesellschaften und Sociétés civiles constituées par parts d'intérêts in 16 Gruppen zusammenfaßt und eine Verteilung des Kapitals unter die verschiedenen Industrien vornimmt, ergibt sich folgendes: Auf die Gruppe „Manutentions et transports" kommen fast $^1/_3$ des Wertes der Aktien aller französischen Gesellschaften und (mit mehr als 17 Milliarden Fs. Obligationen) $^4/_5$ der von sämtlichen Gesellschaften gemachten Anleihen. Fast der Gesamtbetrag davon entfällt auf Obligationen der sechs großen französischen Eisenbahngesellschaften. Diese Obligationen existierten im Jahre 1902 in ca. 20 Haupttypen, mit nominal 3 % und $2^1/_2$ % verzinslich. Ihr Verkauf erfolgt an den Kassen aller Bahnhöfe, wo auch die Coupons kostenlos eingelöst werden. Die Schuldvermehrung der sechs alten Eisenbahngesellschaften ist jedoch nicht sehr bedeutend und hat als Hauptzweck Reparaturen, Bahnhofbau etc. Anders früher, wo der riesige Eisenbahnbau und die industrielle Erneuerung besonders von 1845—1870 viele Kapitalien immobilisiert und so den Zinsfuß stark gehoben hatten.

[1]) Cfr. Tabelle 17 nach Economiste français, 10. August 1901.

Die Eisenbahngesellschaften nehmen bedeutende Verlosungen[1]) ihrer Obligationen vor, die sämtlich mit den gleichartigen Aktien in den 50er Jahren des 20. Jahrhunderts verschwunden sein werden. Letztere sind Werte, deren Erträgnis nicht unter ein bestimmtes Minimum fallen kann. Sie nehmen bei ihren gleichmäßigen Dividenden immer mehr den Charakter festverzinslicher Werte an.

Die Eisenbahnobligationen sind sehr gut fundiert, mündelsicher und mit Zinsgarantie des Staates ausgestattet. Nächst den französischen Renten sind sie die beliebteste Anlage des kleinen Mannes. Da sie sich aber nur langsam vermehren, ist ihr Konkurrenzeinfluß auf die Staatsrenten, von denen sie fortwährend ins Schlepptau genommen werden, verringert. Über den Rentabilitätsunterschied der Eisenbahnobligationen gegenüber diesen vergleiche Tabelle 18.

Einen ähnlichen Charakter als Marktwerte haben in England Stocks, Obligationen und Prioritäten der Eisenbahngesellschaften. Man erkennt die Wichtigkeit dieser Effektenart schon an dem enormen Kapital der Gesellschaften:

Eingezahltes Kapital	Aktien, Prioritäten, Obligationen:	Davon Obligationen:
1860 . . .	£ 348 130 000	£ 7 576 000
1888 . . .	„ 864 695 000	„ 207 761 000
1896 . . .	„ 1 029 475 000	„ 276 193 000[2]).

Die garantierten Obligationen und Vorzugsstocks, die nicht amortisiert werden, stellten $^2/_3$ des ganzen Eisenbahnkapitals dar. Der Eisenbahnbau erfordert zwar bedeutende Mittel; im Verhältnis zu den früheren Aufwendungen treten sie jedoch mehr zurück. Die Zunahme der Eisenbahnwerte ist dementsprechend geringer.

Wegen ihres stabilen Einkommens mit gesicherter Minimal-

---

[1])

	Tilgungen:	Neuemissionen:
1889 . . .	Fs. 73 105 000	232 574 000
1892 . . .	„ 92 896 000	191 020 000
1893 . . .	„ 95 451 000	254 600 000
1894 . . .	„ 101 643 000	188 016 000

[2]) Nach Fenn of the Funds 1898 S. 44 und ff. zusammengestellt.

höhe werden die Eisenbahnobligationen und Vorzugsstocks sehr niedrig kapitalisiert (nur die Ordinary Stocks sind größeren Schwankungen ausgesetzt und mehr als Dividendenpapiere anzusehen). Sie sind neben Kolonial- und Kommunalobligationen besonders bei kleinen und mittleren Leuten beliebt [1]).

In nachfolgender Tabelle ist für die Jahre 1879—1887 aus den wichtigsten 4% Eisenbahnobligationen [2]) die durchschnittliche Rentabilität berechnet. Dieselbe war:

1879 . . .	3. 14. 1.	1884 . . .	3. 5. 6.
1880 . . .	3. 12. 4.	1885 . . .	3. 7. 8.
1881 . . .	3. 10. 5.	1886 . . .	3. 7. 3.
1882 . . .	3. 11. 1.	1887 . . .	3. 6. 6.
1883 . . .	3. 10. 9.	1888 . . .	3. 1. 6.

Folgende Tabelle zeigt, daß man bei dieser Kapitalisation von 3% im Jahre 1888 nicht stehen blieb, sondern die Eisenbahnobligationen im Jahre 1897 und 1898 auf einen Realzins von 2½% und darunter brachte. Erst die Folgen des südafrikanischen Krieges hoben ihn wieder auf 3%.

	Anf. 1890.	Anf. 1893.	Juli 1896.	März 1897.
4% London und North-Western Debs . . .	3. 0. 3.	2. 19. 3.	2. 9. 0 [1]).	2. 10. 9 [1]).
4% North Eastern Debs .	3. 0. 6.	2. 19. 6.	2. 9. 0 [1]).	2. 11. 9 [1]).
4% Midland Debs . . .	3. 0. 0.	2. 18. 6.	2. 9. 0 [2]).	2. 11. 3 [2]).
4% Great Western Debs	3. 0. 0.	2. 17. 11.	2. 9. 0.	2. 12. 9.
4% Great Eastern Debs .	3. 1. 0.	2. 18. 7.	2. 10. 3.	2. 13. 6.
4% Great Northern Debs	3. 0. 0.	2. 17. 0.	2. 9. 0.	2. 11. 9.
3% London und South-Western Debs . . .	3. 0. 11.	2. 19. 5.	2. 9. 0.	2. 11. 6.
3% Reichsanleihe . . .	3. 8. 11.	3. 8. 10.	3. 0. 0.	3. 1. 7.
	Oktober.			

[1]) 3% Titres. [2]) 2½% Titres.

---

[1])	Totalzahl der Besitzer	Zahl der Obligationen-besitzer	Zahl der Prioritäten- u. Guarant.-besitzer	Zahl der Ordinary Stock-besitzer	Kapital £
England . . .	484 053	98 700	198 647	211 697	694 273 000
Schottland . .	63 107	12 936	33 861	27 981	101 826 964
Irland	35 278	6 939	10 048	19 556	35 253 600
	546 438	118 545	242 556	259 234	831 354 310

[2]) Caledonien, Great Northern, Great Western, London und North-Western, London und South-Western, Midland, North-Eastern.

	Juli 1898.	Juli 1900.	März 1903.
4% London und North-Western Debs	2. 11. 9 [1]).	2. 19. 9 [1]).	3. 0. 3 [1]).
4% North Eastern Debs . . .	2. 12. 9 [1]).	3. 0. 3 [1]).	3. 1. 3 [1]).
4% Midland Debs	2. 12. 9 [2]).	3. 0. 6 [2]).	3. 1. 5.
4% Great Western Debs . . .	2. 13. 2.	3. 0. 9.	3. 1. 0.
4% Great Eastern Debs . . .	2. 15. 3.	3. 2. 6.	3. 3. 6.
4% Great Northern Debs . .	2. 13. 6.	3. 1. 0.	3. 1. 3.
3% London und South-Western Debs	2. 12. 9.	3. 0. 3.	3. 0. 6.
3% Reichsanleihe	3. 3. 0.	3. 3. 0.	3. 4. 7.

[1]) 3% Titres. [2]) 2½% Titres.

Von 1879—1903 gab man sich also (trotz des Burenkrieges) bei sämtlichen beliebig gewählten Eisenbahnobligationen mit einer niedrigeren Verzinsung als bei Deutschen Reichsanleihen zufrieden.

Im übrigen ist in England die industrielle Tätigkeit und das Emissionsgeschäft in Aktien zeitweise recht lebhaft. Dabei macht sich, nebenbei bemerkt, neuerdings die Tendenz bemerkbar, daß England mehr die Funktionen des Geldverleihers ausfüllt und sich mit der Aktien- und Obligationenanlage für seine Kapitalien begnügt, während Ausländer an Gründung industrieller Unternehmungen mit englischem Kapital hervorragenden Anteil nehmen. In England gerade sind Aktienemissionen häufig nichts anderes als Umwandlungen und Fusionen und kommen insofern als solche für dauernde Marktbelastung nicht in Frage.

Bei uns ist die Fortentwicklung der Industrie mit höherer Rentabilität der Unternehmungen gerade in neuerer und neuester Zeit sehr lebhaft vor sich gegangen, viel rascher als in England und Frankreich. Damit waren natürlich intensive Kapitalnachfrage zu fernerer Produktion und enorme Kapitalimmobilisationen (in der elektrischen, metallurgischen und chemischen Industrie) verbunden. Die Emissionen nehmen daher zeitweise riesigen Umfang an und finden starken Absatz im Volke, das aleatorischen Werten weit zugänglicher ist als das französische rentenbeziehende Publikum. Diese Tatsache, sowie die verhältnismäßig viel größere Zirkulation von Dividendenpapieren (verglichen mit dem Gesamteffektenumlauf) sind aber nur Äußerungsformen des kräftiger entwickelten Unternehmungsgeistes. Die notwendigen Folgen am Geldmarkte sind

aber: Größerer Einfluß auf die Zinsfußbildung im Sinne eines höheren Normalzinses, weitgehende Dezentralisation in den Marktwerten und ungünstigere Vorbedingungen einer guten Klassierung der Staatsanleihen.

Deutschland ist, wie bereits gesagt wurde, viel mehr als England und Frankreich im Vorstadium der Kapitalansammlung begriffen. Dort hat die Anhäufung von Überschüssen infolge der früheren industriellen Entwicklung eher als bei uns begonnen, und so das allgemeine Gesetz der sinkenden Besitzrente bei wachsendem Wohlstande sich mehr geltend machen können. Die Neuverwendung der Kapitalien in fernerer Produktion ist dort schwieriger geworden. Nicht nur in normalen Zeiten sind viel mehr Kapitalien zu dauernder Anlage in Rentenpapieren frei, sondern auch in Zeiten geschäftlichen Aufschwunges bleiben absolut und relativ viel mehr Kapitalien disponibel als in Deutschland.

Zuletzt sei noch auf die bei uns neuerdings sich rasch ausbreitenden Industrieobligationen mit und ohne hypothekarische Sicherstellung hingewiesen, die vor 1875 kaum existierten. Wie ihr Nominalzins, ist auch ihr Realzins wesentlich höher als der unserer Staatsanleihen. Z. B. schwankten die 4% Obligationen des Norddeutschen Lloyd von 1883—1900 zwischen 98 und 103, 4½% Laurahütte von 1883—1895 zwischen 100,70 und 105; ähnliche Kurse bei den übrigen [1]). Als Mittel der Kreditbeschaffung für Industriegesellschaften werden sie gerade in Hochkonjunkturperioden stark vermehrt. Während der letzten z. B. konnte man oft genug beobachten, wie das Publikum 3% Staatsfonds zurückwies, gleichzeitig sich aber auf 4—5% (nominal) verzinsliche Industrieobligationen

[1]) In England sind die Industrieobligationen stark diskreditiert. 1894 sagt hierüber das Journal of the Institute of Bankers: „In ihrer gewöhnlichen Form sind sie Täuschung und Betrug. Niemand weiß genau, was für eine Bewandtnis es mit ihnen hat. . . . Hoffentlich wird diese Klasse von Obligationen nicht mehr Gunst auf dem Markte finden.“ Trotz der darin enthaltenen hohen Risikoprämie wurden sie 1884 z. B. nur mit 3½%, d. h. also weit niedriger als die gut akkreditierten deutschen Industrieobligationen kapitalisiert. Auch in den französischen Industrieobligationen steckt eine Risikoprämie (schlechte Hypothekengesetzgebung!). Geichwohl ist ihr Realzins 3½% und darunter; ihr Nominalzins 3, 3½ und 4%.

stürzte. 1896 waren an der Börse 64 Arten mit nominal 329 483 000 Mk. notiert[1]). An ihrem Vertrieb, der auf verschiedene Arten geschieht, sind meist Banken mit hohen Provisionssätzen beteiligt.

V. Ausland und Geldmarkt

England, Frankreich und Deutschland sind wegen ihres großen Kapitalreichtums die Gläubiger fast aller Länder der Erde geworden. Staaten, Städte und Privatgesellschaften vermögen dort (Holland und Belgien noch dazu gerechnet) am sichersten und billigsten ihre Kreditbedürfnisse zu befriedigen und wenden sich daher regelmäßig und vorzugsweise an jene Geldmärkte. Nachfolgende Berechnungen geben, wenn sie auch nicht einwandfrei sind, immerhin ein Bild von der Ausdehnung und Verteilung dieses Effektenbesitzes auf die drei Länder.

Schmoller hat ihn für Deutschland 1893 auf 10 Milliarden Mk. geschätzt mit einem Einkommen hieraus von 500 Millionen Mk. England soll nach Schätzungen 1800 Millionen Mk. Zinsen aus dem Auslande beziehen[2]). Der Gesamtbetrag ausländischer Titres in französischen Portefeuilles gibt für verschiedene Perioden folgende Resultate:

1871	nach Berechnungen von	Léon Say	10—12	Milliarden	Fs.
1880	„ „ „	Paul Leroy-Beaulieu	12—15	„	„
1888	„ „ „	Foville	18½	„	„
1897	„ „ „	R. G. Lévy	26	„	„
1899	„ „ „	Théry	26,150	„	„[3])

mit einem Einkommen hieraus von 1200 Millionen Fs. in letzterem Jahre. Von 1884—1898 sind in Frankreich 14 899 712 000 Fs. nominal für 44 fremde Länder an der Börse von Paris subskribiert worden[4]). Zu dieser Statistik ist

---

[1]) Daneben besteht eine große Anzahl Industrieobligationen, die an keiner Börse notiert sind.

[2]) Lotz, Bankarchiv März 1902.

[3]) Bulletin de l'Institut International de statistique 1900. Rapport de Neymarck sur les valeurs mobilières und E. Théry ibidem.

[4]) Congrès sur les valeurs mobilières Tome III. Rapport de Jobit.

insoferne eine Korrektur zu machen, als bestimmte Titres sich dem Stempel entziehen und der einmal gestempelte Titre unzählige Male von einem Lande zum anderen zirkulieren kann. Die internationalen Bewegungen von Titres entgehen der statistischen Erfassung am meisten.

Frankreich spielt als internationaler Staatsfondsmarkt[1]) eine wichtige, ja vielleicht die erste Rolle; es ist nach den Worten Pallains, des Gouverneurs der Banque de France, „le banquier de l'Europe; la France est partout créditrice à l'étranger". Jedenfalls haben dort ausländische Staatsfonds am meisten Aussicht auf schnelle und dauernde Unterbringung im Volke[2]). Sollen doch auf ausländische Wertpapiere aller Gattungen mindestens 30—32% des in Wertpapieren angelegten französischen Privatvermögens entfallen[3]). So helfen sich die 7—8 Millionen kleiner französischer Sparer[4]), deren Finanzmenu bei der übergroßen Einengung des Pariser Marktes viel weniger abwechslungsreich als das der Kapitalisten anderer Länder (Deutschland, Holland, Vereinigte Staaten von Amerika, England) ist. Ja noch mehr! Nicht selten tritt im Inlande geradezu ein empfindlicher Mangel an neuen Anlagewerten ein, was den Pariser Markt (wegen der vielen kleinen Sparer) viel leichter als andere zur Überkapitalisation geneigt macht.

Noch größer, aber nicht mehr so bedeutend wie früher, ist der Verkehr in ausländischen Staatsfonds an der Londoner Börse. Wir sagen absichtlich Verkehr, denn häufig nimmt

---

[1]) Unter dem zweiten Kaiserreich hatte Frankreich ganze Länder finanziert, z. B. Portugal, Spanien, Italien, Österreich etc. Seit 1871 aber begnügt es sich in der Hauptsache mit dem Erwerb der Staatsfonds.

[2]) Der finanzielle Einfluß von Paris zeigt sich zur Evidenz daran, daß, als 1903 aus verschiedenen Gründen einige Wochen lang die offizielle Notierung und Einführung ausländischer Anleihen an den französischen Plätzen verzögert oder vertagt wurde, die Schuldner damals gar nicht wußten, an wen und wohin sie sich mit ihren Anleihebedürfnissen wenden sollten. (Vgl. hierüber auch Neymarck, Finances contemporaines.)

[3]) Nach Des Essars bei Raffalovich, le marché financier 1897.

[4]) Nach Annahme Neymarcks sind unter den etwa 10 Millionen stimmberechtigten Bürgern 7—8 Millionen kleine Sparer.

London nur vorübergehend die Fonds auf, um sie allmählich an den Kontinent weiterzugeben. Die Engländer haben seit Mitte der 70er Jahre ihren Besitz an ausländischen Werten allmählich wenigstens relativ verringert, sind in den Anlagen mehr insular und imperialistisch geworden und mit ihren Kolonien und Amerika in engere Beziehungen getreten [1]).

Im Gegensatz zu Frankreich und England kannte man bei uns vor 1887 nur ganz wenige ausländische Staatsfonds. Im wesentlichen waren dies österreichische und amerikanische Werte. Jetzt zirkulieren ausländische Titres in großen Massen auch an unseren Märkten. Da ihre starke Ausbreitung somit erst in kurzer und neuester Zeit erfolgt ist, haben sie mehr als einmal die Kursentwicklung der einheimischen Rentenpapiere ungünstig beeinflußt.

Um den Einfluß ausländischer Anleihen auf die Zinsverhältnisse des heimischen Geldmarktes zu beurteilen, haben wir streng zu scheiden zwischen Staaten, die im Auslande besser als im Inlande Kredit finden, z. B. Portugal, Griechenland, Rumänien, Serbien etc., und solchen, welche umgekehrt im Inlande ebenso günstige Kreditbedingungen als im Auslande haben: also Staaten, deren Anleihen im Inlande aufgenommen und an einem ausländischen Börsenplatze gehandelt werden resp. dort notiert sind, wie z. B. unsere Reichsanleihe in London. Gemeinsam ist beiden, daß der Staat so wenig die Macht hat, eine im Inlande aufgenommene Anleihe im Lande festzuhalten, als das Rückströmen der im Ausland kontrahierten Anleihen zu verhindern.

A. Äußere Anleihen. Die Schuldnerstaaten machen sich die besseren Kreditbedingungen, vor allem den niedrigeren Zinssatz im Auslande, zu nutze und bringen dort ihre Anleihen auf den Markt. Diese sind durchweg höher rentabel als dortige einheimische Staatspapiere, werden mit Kapital und Zinsen im Auslande zahlbar gestellt und auch im übrigen auf den Geschmack des Kapitalistenpublikums daselbst eingerichtet. Beim Steigen des Zinsfußes im Gläubigerland über den des Schuldnerlandes werden sie von letzterem, wenn es reich genug ist,

[1]) Cfr. The Economist, 14. März 1891.

zurückgekauft. Oder aber sie strömen, sofern es sich um internationale Werte handelt, an andere Börsen ab. Ihr Zu- und Abströmen und damit ihre Konkurrenz reguliert sich also automatisch nach den Zinsverhältnissen des Gläubigerlandes [1]).

Die ausländischen Staatsfonds werden an den verschiedenen für ihre Kursgestaltung maßgebenden Börsen keineswegs immer nach dem landesüblichen Zinsfuße des Schuldnerlandes oder dessen Kreditwürdigkeit, sondern meist viel höher bewertet. In Paris werden sie bisweilen durch Publikum und Spekulation geradezu den dortigen Zinsverhältnissen angepaßt. Im Jahre 1894 z. B. notierte die 3 % Russische Goldanleihe in Paris genau so hoch wie bei uns die 3 % Deutsche Reichsanleihe; Juli 1898 sogar war der Kurs der ersteren 96, d. h. höher als der damalige Kurs unserer Reichsanleihen. In Berlin wäre natürlich ein solcher Kurs undenkbar. Interessante Rentabilitätsziffern finden sich in den Kurszusammenstellungen des Berliner Börsenkurier vom 6. Mai 1903. Damals standen in Berlin 4 % Russische Staatsanleihen von 1902 wenig über pari, während die 4 % Anleihen von 1900 in Paris 106 notierten; 4 % Brasilianer, deren Kurs von Paris abhängt, verzinsten sich mit 5 1/8 %, dagegen die 5 %igen, für die London maßgebend ist, mit 5 9/16 %. 5 % Bulgaren standen in Paris genau so hoch wie 6 % Bulgaren von 1888—1892 in London. Juli 1903 notierten in Berlin die 3 % Staatsbahnprioritäten über 94, warfen also nur 3,23 % Zins ab gegen 3,30 % der 3 % Deutschen Reichsanleihe und selbst einschließlich der Verlosungschancen nur 3,32 % [2]). Diese Beispiele ließen sich noch beliebig vermehren.

Die Hauptgläubigerländer gewähren den einheimischen Werten eine Art Schutzzoll mittels einer Emissionssteuer auf die fast ausschließlich höher verzinslichen ausländischen Werte aller Art. Deren Eindringen wird auf diese Weise erschwert. Der Steuersatz ist in Deutschland für ausländische Staatsfonds 1894 verdreifacht worden und beträgt seitdem 0,6 % vom

[1]) Diese Zusammenhänge verkannte Finanzminister v. Scholz, wenn er meinte, daß bei Überflutung eines Landes mit ausländischen Werten solche inländischen Ursprunges ins Ausland getrieben würden.

[2]) Frankfurter Zeitung, 25. Juli 1903.

Nennwerte [1]). In England wird die Steuer seit 1885 auf Inhaberpapiere aller Art vom Nominalbetrag mit ½ % erhoben. In Frankreich tritt seit neuester Zeit der finanzielle Protektionismus auch in den Stempelsteuern zu Tage. Am 1. Januar 1896 wurde dort der Emissionsstempel für ausländische Staatsfonds von 0,15 % auf ½ %, am 1. Januar 1899 auf 1 % erhöht. Andere ausländische Schuldverschreibungen (darunter auch Städteobligationen) zahlen seit 1899 sogar 2 %, also den vollen Halbjahrscoupon einer 4 % Obligation.

Wirkt auch die Steuer für die kreditsuchenden Staaten, Korporationen und Gesellschaften zunächst am deutlichsten auf die Differenz zwischen den an den einzelnen Börsenplätzen giltigen Sätzen, so werden doch von den deutschen Geldmärkten gerade gute Werte wegen der Steuerbelastung, vornehmlich aber wegen ihrer höheren Kapitalisation ferngehalten; nicht jedoch qualitativ geringere Rentenpapiere, herrührend von weniger kreditwürdigen Schuldnern. Nehmen die Steuern prohibitiven Charakter an, so kann wohl die Einführung der fraglichen Werte an inländischen Börsen, nicht aber ihr Besitz verhindert werden, wenn die Vermögensverwaltung ins Ausland übertragen wird. Endlich schränkt eine hohe Besteuerung den Arbitrage- und Transitenverkehr eines Börsenplatzes ein und stört die Solidarität der Geldmärkte. Schon 1894 wurde im Jahresberichte der Diskontogesellschaft hervorgehoben, daß nicht allein der Arbitrageverkehr beeinträchtigt worden sei, sondern auch die internationale Emission von soliden Staatsanleihen, für welche Deutschland bisher der Mittelpunkt war, sich infolge der durch das Gesetz bereiteten Hindernisse mehr oder weniger nach anderen Märkten gewandt habe.

Angesichts des fortwährend erhobenen Vorwurfs der Qualitätsverschlechterung der deutschen Effektenanlagen durch ausländische Werte möchten wir hier Tatsachen sprechen lassen. Siemens hat, um die unter Beteiligung der Deutschen Bank herausgebrachten ausländischen Anleihen zu verteidigen, folgen-

---

[1]) Ausländische Aktien zahlen 2½ %, ausländische, auf den Inhaber lautende Schuldverschreibungen (ausgenommen diejenigen ausländischer Staaten und Eisenbahngesellschaften) 1 %.

des berechnet[1]): Nur bei Berücksichtigung der Emissionen, bei denen später irgend eine Schädigung eingetreten ist, oder eine Sanierung notwendig wurde, würde der Anleger vom Tage der Emission an bis zum 1. Januar 1901 bei je 1000 Mk. Anlage 475 Mk. mehr verdient haben, als wenn er für den gleichen Betrag und die gleiche Zeit schlesische landschaftliche Pfandbriefe gekauft hätte, und etwa 180 Mk. mehr als bei Konsolankauf. Die Gesamtheit aber würde, wenn angenommen wird, daß alle Stücke der notleidenden Papiere in Deutschland untergebracht worden sind, an diesen immer noch 50 Millionen Mk. mehr verdient haben als bei Anlage in Konsols. Sogar wenn man die übrigen notleidend gewordenen Emissionen der anderen Berliner Banken hinzurechnet, wären die Anleger immer noch nicht schlechter gefahren, als wenn sie Konsols und immer noch besser, als wenn sie landwirtschaftliche Pfandbriefe gekauft hätten. Wenn sich auch der Besitz an ausländischen Effekten, um mit Siemens zu reden, nicht für arme, sondern mehr für wohlhabende Leute empfiehlt, welche ein eigenes Urteil haben und in schwieriger Lage nicht sofort den Kopf verlieren, so wäre doch einer Staatsbevormundung irgendwelcher Art volkswirtschaftlich keineswegs das Wort zu reden. Eine etwaige Erhöhung des Effektenstempels würde die bereits hervorgehobenen Schäden nur noch vermehren.

B. Verschieden davon ist die Einführung der im Inlande aufgenommenen Staatsanleihen an ausländischen Börsenplätzen zwecks Erweiterung ihres Marktes, oder um das Ausland vorübergehend zur Unterbringung einer Emission zu interessieren, die regelmäßig vom Inlande wieder zurückgekauft wird. Solche Emissionen können durch fortgesetzte Ankäufe des Auslandes ohne Zutun des emittierenden Staates dem daselbst geltenden Zinsfuße entsprechend im Kurse gehoben werden. Sind die Zinsfußunterschiede annähernd ausgeglichen, dann hört der weitere Ankauf des Auslandes auf. Bei steigenden Zinssätzen im Auslande stößt dieses seinen Besitz ab. Beispiele: Notierung von Reichsanleihen an der Londoner Börse,

[1]) Veröffentlicht im Deutschen Ökonomist 1901.

ferner in der Schweiz und in Holland, oder Notierung englischer Konsols in Paris; Notierung französischer Rente in London[1]). Bei günstigen Zeichnungsbedingungen macht sich ein lebhaftes Subskriptionsinteresse des Auslandes für fast alle unsere neueren Reichsanleihen und Konsolemissionen geltend.

Versuchen wir nunmehr die geschilderten Vorgänge eingehender zu belegen! Wohl am deutlichsten treten sie in der deutschen Geldmarktentwicklung der Jahre 1894 und 1895 zu Tage, in denen 3 % Reichsanleihen und Konsols in stetiger Hausse von 85,30 bis auf pari sich gebessert haben. Vielen erschien damals ein Kursstand ähnlich dem der 3% französischen Renten dauernd erreicht. Die Hausse ging häufig vom Auslande aus, insonderheit von ausländischen Börsen wie Paris, Brüssel, Amsterdam, besonders aber London. An diesen Börsen hatten damals ausländische Staatsfonds fast allgemein erhebliche Kursbesserungen erfahren; es war daher nicht zu verwundern, daß sich ihr Interesse auch den am meisten steigerungsfähigen 3 % Deutschen Staatsfonds zuwandte. Vielen damals wegen rentabler Neuanlage ihrer Kapitalien verlegenen französischen Sparern bot diese Gelegenheit ebenfalls großen Reiz. In London wurden zunächst nur die Anleihen des Reiches und Preußens von 1891 ohne offizielle Notiz gehandelt. Aber schon im Mai 1894 verlautete, daß sämtliche 3% Konsols und Reichsanleihen an der Stock Exchange in London zur Notierung kommen sollten. Das Interesse Londons wuchs besonders im Herbst 1894 und erreichte seinen Höhepunkt mit der offiziellen Notierung sämtlicher 3 % Reichsanleihen Mitte September 1894. Dieses Ereignis nahm die ganze Aufmerksamkeit des Londoner Marktes wochenlang in Anspruch. Die Kurssteigerungen dehnten sich von Reichsanleihen und Konsols auf einen immer größeren Kreis von Werten aus. Einseitig sind jedoch die Darlegungen Eberstadts[2]), der die Haussegründe nationaler Art ignoriert und nur diesen Londoner Einfluß

[1]) Obwohl unsere Reichsanleihen und preußischen Konsols nicht in Paris notiert sind, befinden sich doch nach Bericht von Edmond Théry (vom 28. Dezember 1900) ganz beträchtliche Mengen in Händen französischer Kapitalisten.

[2]) Der Deutsche Kapitalmarkt im Jahre 1899.

hervorhebt. Um auch jene ins richtige Licht zu setzen, müssen wir etwas weiter ausholen:

1. Schon Ende 1890 hatten der Baringkrach und die Wirtschaftskrisis in Deutschland den Anlaß zu einem allgemeinen Umschwung in der Effektenanlage gegeben. Der Diskontsatz verriet seit Februar 1891, als die Reichsbank auf 3% herabging, große Geldflüssigkeit. Trotzdem diese fast ununterbrochen anhielt, war von einem Parallelismus des Wechsel- und Effektenzinses bis Ende 1893 nichts zu merken. Die Kurse der Anlagepapiere hatten sich bis Anfang 1894 nur unwesentlich von den durch die Hausseperiode herabgedrückten von Anfang 1890 entfernt. 3% Reichsanleihe war sogar von 87 auf 86,10 gewichen. Diese widerspruchsvolle Zinsbewegung veranschaulicht zugleich die vom Wechselzins so sehr verschiedenen Einflüsse auf den Effektenzins. Nach der Mißernte von Europa vom Jahre 1891 waren nämlich die zu Effektenanlagen verfügbaren Ersparnisse des Volkes geringer als sonst. Seine Kaufkraft hatte schon unter dem Steigen der Lebensmittelpreise und dem Ernteausfall[1]) gelitten. Obendrein schlugen die starke Aktienbaisse seit der Liquidation und die Finanzschwierigkeiten verschiedener Staaten (wie Griechenland, Portugal, Argentinien, Spanien, Italien, Brasilien) den Kapitalisten schwere Kapital-, Zins- und Kursverluste. Anderseits war in den Jahren 1891—1893 der Kapitalbedarf durch Emission von 2580 Millionen Mk. festverzinslicher einheimischer Wertpapiere[2]) enorm angewachsen. Ein wesentlicher Teil davon entfiel auf die rasch sich vermehrenden Reichsanleihen und Konsolemissionen. Allerdings war die preußische Staatsschuld allein schon durch die Eisenbahnverstaatlichungsaktion im Finanzjahre 1890 bis 1891 um 603,8 Millionen Mk. angewachsen und beeinflußte insofern nicht den Staatsfondsmarkt. Aber viele mit dem Umtausch in Konsols nicht einverstandene Besitzer von Eisenbahnprioritäten warfen ihre Titres auf den Markt. Je länger indes die hochgradige Geldflüssigkeit andauerte, mußte sie in dem Maße, als die kurshemmenden Momente zurücktraten, umso not-

[1]) Bericht des Berliner Ältestenkollegiums von 1891.

[2]) Nach Emissionsziffern des Deutschen Ökonomist 1901.

wendiger das Sinken des Zinsfußes und die Hausse der Staatsfonds nach sich ziehen. Bis zum Jahre 1895 fehlten nun noch genügend neue Absatzwege für Kapitalien, so daß das Publikum sich mit dem niedrigeren Effektenzins begnügen mußte. Die schon 1893 kräftig zu Tage getretene Intensität seiner Nachfrage blieb der Aufwärtsbewegung der Kurse günstig[1]).

2. Für die 4 % Staatsfonds war die Konversion im Jahre 1894 an maßgebender Stelle noch gar nicht in Aussicht genommen. Gleichwohl konnten sie wegen fortwährender Konversionsgerüchte seit Frühjahr 1894 die allgemeine Kursbesserung nicht mehr mitmachen und fielen von Mitte April 1894 von 108,20 auf 105 Mitte Juni 1894. Von über 6 Milliarden Mk. 4 % Deutscher Staatsfonds wurde also die Nachfrage vielfach zu Gunsten der 3 %igen und 3½ % Werte abgelenkt. Diese Konzentration der Nachfrage aber erleichterte deren weitere Hausse. Endlich wirkten die Konversionsoperationen, zu welchen Eisenbahngesellschaften, Hypothekenbanken und Städte schritten, konkurrenzabschwächend.

3. Die internationalen Staatsfonds hatten im Jahre 1894 fast allgemein — zum Teil von Paris ausgehende — erhebliche Kurssteigerungen erfahren, weshalb dieses sonst so breite Anlagefeld den deutschen Kapitalisten nicht mehr anziehend erschien.

Als im Herbst 1894 durch diese Ursachen die Reichsanleihen stark in die Höhe getrieben waren, hat sich die Nachfrage der inländischen Kapitalisten auf andere Marktwerte ausgedehnt und ein allmähliches Weichen des landesüblichen Zinsfußes angebahnt.

Diese Ausführungen mögen die Eberstadts bezüglich der Hausse unserer Staatsfonds ergänzen. Was geschah nun aber mit den nach London abgeflossenen Reichsanleihen und Konsols? Schon nach kürzester Zeit nahm ein Teil seinen Weg zu den deutschen Börsen zurück. Z. B. Anfang 1896 in größerem Umfange, ohne jedoch die Haussetendenz der Kon-

[1]) Von geringerem Einflusse waren die Herbst 1894 vorgenommenen Ankäufe 3 %iger und 3½ %iger Staatsfonds durch preußische Stadt- und Landkommunalverbände. Den Anlaß hiezu gab die von da ab wegfallende lex Huene, auf Grund derer diesen Verbänden besonders reichliche Einnahmen aus den Zöllen zugewiesen worden waren.

sols aufzuhalten. Auch als sich seit dem Burenkriege mit seinen enormen Kosten und mehr noch nach seiner Beendigung diese Materialvermehrung fortsetzte, ist weder ein dauernder noch ein vorübergehender Kursdruck von Belang eingetreten[1]). Es beruht daher auf starker Übertreibung der Tatsachen, wenn Voye[2]) diesem Rückströmen in den Jahren 1895—1900 eine den Normalzins erhöhende Bedeutung beimessen will. Mit den starken Zinsfußspannungen der Periode 1895—1900 haben diese Vorgänge nichts zu tun.

Ganz verbreitet ist die Ansicht, der Kursunterschied der deutschen und französischen oder englischen Staatsfonds müsse sich doch durch internationale Kapitalverschiebungen ausgleichen. Denn beim Sinken der Kurse an einem Börsenplatze werden die Kapitalien von anderen Börsenplätzen bis zum vollständigen Zins- resp. Kursausgleich dorthin abströmen. Eine andere oft gehörte Frage ist: Warum kauft z. B. der französische Kapitalist nicht so lange die doch nicht minder sicheren Reichsanleihen, bis ihre Kurse die der französischen Rente erreichen? Warum denn begnügt er sich mit dem niedrigeren Einkommen aus den eigenen Staatsrenten?

Trotz der hohen Kreditwürdigkeit des Reiches stehen dem doch einmal politische Gründe entgegen; dann aber der höhere Realzins sämtlicher übriger deutscher Marktwerte im Vergleich zu den einheimischen, die Unbekanntschaft der dortigen Kapitalisten mit den deutschen Geldmarktverhältnissen und wirtschaftlichen Zuständen, mit der Eigenart unserer Finanzverwaltungen und der Schuldenpolitik (Schwierigkeiten zuverlässiger Informationen), ferner das Fehlen eines regelmäßigen, widerstandsfähigen Marktes unserer Reichsanleihen im Auslande (ihre Nichtnotierung an der Pariser Börse), technische Gesichtspunkte wie Ausstellung der Titres nur in deutscher Sprache, unge-

---

[1]) Cfr. historische Entwicklung 1900/1904; ferner Frankfurter Zeitung 21. Dezember 1899: In den letzten Tagen und auch heute wieder sind in Berlin große Summen Deutscher Reichsanleihen von London zum Verkaufe gelangt. Trotz des schwierigen Geldmarktes haben sie hier Unterkommen gefunden. Der Markt hat eine bemerkenswerte Aufnahmefähigkeit bewiesen. Ähnlich am 2. Januar 1900.

[2]) Voye, Über die Höhe der verschiedenen Zinsarten von 1815/1900.

nügende Couponseinlösungsstellen im Auslande, finanzielle Gesichtspunkte wie beträchtliche Kosten für Notierung an der Börse, Emissionsstempel und sonstige Steuerlasten.

Nun sollte man aber meinen, daß die internationalen Kapitalbewegungen bei der Solidarität der Geldmärkte und dem Parallelismus des Effektenzinses mit dem Marktdiskont eine Ausgleichung der Staatsanleihekurse zur Folge haben. Denn diese flottierenden Kapitalien werden in Form von temporär verfügbaren Bankkapitalien, Ab- und Zufluß von Edelmetall, Wechseln, Reports, Coupons, internationalen Effekten automatisch durch die Tätigkeit der internationalen Arbitrage fortwährend von einem Platze zum anderen verschoben und tendieren Zinsfußdifferenzen auszugleichen. Daß England sich z. B. so sehr an unseren Staatsfonds interessiert, ist eine Äußerung der besonders in den letzten 10 Jahren zu starker Entwicklung gelangten Solidarität der Geldmärkte. Die französischen Banken schicken überall Kapitalien hin, wo sie nur $^1/_2$ % mehr Rentabilität bekommen können. Die Tätigkeit der Arbitrage kann natürlich erst dann einsetzen, wenn Zinsfuß- oder Kursunterschiede dieses Geschäft rentabel machen; sind sie zu gering, so wird zu viel davon durch Unkosten wie Börsensteuer, Courtage, Zinsverluste, Provisionen, Porti, Telegrammspesen u. a. m. verschlungen.

Im allgemeinen ist aber zu sagen, daß für eine vollständige internationale Zinsfußausgleichung weder die Beziehungen der einzelnen Geldmärkte genügend entwickelt, noch die internationalen Kapitalien groß genug sind. Jeder Börsenplatz behält sein individuelles Gepräge, das ihm das nationale Kapital, das nationale Angebot und Nachfrage aufdrücken trotz der gegenseitigen Beziehungen der einzelnen Börsenplätze. Der Realzins der Marktwerte und also auch der Staatsfonds eines reichen Landes wird auf die Dauer durch Konkurrenten des nationalen Geldmarktes und andere ihm eigene Ursachen bestimmt. Nicht einmal Marktdiskontunterschiede vermögen die internationalen Kapitalbewegungen vollständig und ohne Rest auszugleichen.

Ist es möglich, aus der Höhe der Differenz zwischen Marktdiskont und Realzins der Staatsanleihen innerhalb des einen

und des anderen Landes auf eine mehr oder weniger günstige Gestaltung der Fondskurse Schlüsse zu ziehen? Hiezu fehlen uns die richtigen Unterlagen. In Deutschland halten sich Großbanken nicht an die publizierte Marktrate, sondern diskontieren sehr häufig darunter; besonders bei Geldabundanz sind stets solche Diskonteure zu finden. Dasselbe ist in England der Fall, wo für Wechsel mit verschiedener Laufzeit verschiedene Diskontsätze veröffentlicht werden. Der französische Marktsatz ist von der eigenartigen Diskontopolitik der Banque de France beeinflußt. Auch die Diskonthöhe der einzelnen Zentralnotenbanken richtet sich nicht nach gleichen Gesichtspunkten [1]).

Abgesehen von alledem kann man aus dem bisher Gesagten entnehmen, daß es unrichtig wäre, einen solch engen Zusammenhang zwischen Wechsel- und Effektenzins in ein und demselben Lande zu konstruieren [2]). Ein so reiner Parallelismus in der Bewegung dieser zwei Zinsfüße existiert schon deshalb nicht, weil die Veränderungen im Diskontsatze andere, vom Effektenzins abweichende Ursachen haben. Beim Diskont handelt es

---

[1]) Bezüglich Goldexport, Diskontvorschriften, Edelmetallumlauf, Notensteuer, Notenkontingentierung, Festhalten an der dritten Unterschrift etc. Der Diskontsatz der Banque de France kann durch die Goldprämienpolitik niedrig gehalten werden. Um seine wirkliche Höhe für den internationalen Zahlungsverkehr zu ermitteln, muß man die Goldprämie zu der offiziellen Bankrate hinzuschlagen. Z. B. 1899 war der Banksatz 3%, die Goldprämie zeitweise $6^1/_2$ ‰, d. h. wer für seine Diskonten Gold verlangte, hatte in Wirklichkeit einen Diskont von 6% zu zahlen. Nebenbei sei auf den weitverbreiteten Irrtum aufmerksam gemacht, als ob die inländische Industrie nun auch billigeren Kredit genieße. Dieser ist im Gegenteil sehr teuer; der niedrige Diskontsatz der Banque de France, die immer noch an der dritten Wechselunterschrift festhält, kommt nur den Banken zu gute, die so in der Diskontierung ein Monopol haben und gute Dreimonatswechsel bei einem Banksatz von 3% mit 5% und noch höher zu diskontieren pflegen. Es gibt sich vielleicht in einer späteren Arbeit Gelegenheit, diese und ähnliche Tatsachen, die ich 1902 persönlich in Paris beobachtet habe, eingehend zu belegen.

[2]) Aus einer solchen Betrachtung würde sich ergeben, daß die Kurse unserer einheimischen Anlagewerte verhältnismäßig viel höher sind als die der französischen Rente. In den letzten 16 Jahren war nämlich die Differenz zwischen beiden Zinsarten in Deutschland um $^1/_5$% im Durchschnitt geringer.

sich um Dreimonatsbedürfnisse des Handels und der Industrie, beim Effektenzins aber um dauernde Anlagen. Der Ertrag der Zinspapiere ändert sich in längeren Zeiträumen. An sich hängt die Frage des Wechselzinses nur mittelbar mit der für dauernde Anlagen zusammen; aber immerhin können wir konstatieren, daß der Jahresdurchschnitt des Marktdiskontsatzes nach börsentägigen Notizen von 1890—1901 durchweg in Deutschland höher war als in Frankreich und England und daß diese bloße Tatsache schon zu Ungunsten des Kursniveau unserer Staatspapiere spricht.

Um die Auslandsnotierung einheimischer Staatsfonds allgemein zu beurteilen, knüpfen wir am besten an die Ausführungen Eberstadts an, dessen Standpunkt in Literatur und Presse vielfach vertreten wird. Sein Gedankengang ist: Die deutsche Regierung habe sich nur schwer entschlossen, die offene Hilfe des Auslandes in Anspruch zu nehmen. Man könne als festgestellt betrachten, daß die regelmäßige Beanspruchung des Auslandes für den Absatz unserer Staatsanleihen eine schwere Schädigung Deutschlands bedeute und eine Quelle dauernder Beunruhigung in sich berge. Die 3% Reichsanleihen würden wieder von den Engländern auf den Markt geworfen, sobald ein Nutzen für sie sich realisieren lasse; daher mache die Erweiterung des Marktes Kursschwankungen häufiger und heftiger. Bei jeder Zinsfußverschiebung in London träten Veränderungen auf. Infolge der Internationalität des Kapitalmarktes falle das Rückströmen immer in kapitalknappe Zeiten des Emissionslandes. Die Qualität des deutschen Kapitalmarktes werde wesentlich verschlechtert; der Markt für heimische Staatsfonds sei schwer gestört, fast zerstört worden.

Eberstadt hat, wie schon nachgewiesen, den Londoner Einfluß viel zu sehr betont und darunter leidet seine ganze, zum mindesten stark übertriebene pessimistische Beurteilung dieser Frage. Sowohl seine Darstellungen der vorangegangenen Hausse der 3% Reichsanleihen als Folge des Londoner Einflusses, wie der aus derselben Ursache herrührenden Baisse, sind irreführend; denn unter den jeweils so vielfach mitwirkenden Gründen ist von ihm immer nur der Londoner Einfluß hervorgehoben worden. Warum nicht auch die Wirkungen

des Börsengesetzes, unserer Konversions- und Anleihepolitik etc.? Einseitig ist auch der vergleichende Hinweis auf die französischen Rentenkurse, die im Gegensatz zu unseren Reichsanleihen (von 1894—1900) sich so stabil entwickelt haben. Die Hausse der französischen Rente mit über 20 Fs. war schon 1887—1892 erfolgt. Selbstredend war daher 1894, zumal die übrigen Marktwerte im Kurse sich erst allmählich dem Realzins der Renten näherten, ihre weitere Hausse nur in engen Grenzen möglich [1]). Es erweckt falsche Vorstellungen, wenn man von der Notierung unserer Anleihen in London als von einer offenen Hilfe des Auslandes spricht. Auf diese Weise wird Deutschland weder dauernd ans Ausland verschuldet, noch von ihm abhängig. Die Erfahrungen bestätigen dies. Schon 1870 hat [2]) das Preußenkonsortium unter persönlicher Vermittlung des Herrn v. Hansemann verstanden, den englischen Markt für Mitwirkung bei Übernahme von Bundesanleihen zu gewinnen. Ferner wurden z. B. Ende der 70er Jahre, als eine starke Hausse der 4% Konsols infolge ihres Abfließens nach London eingetreten war, zahlreiche 5%ige Papiere in 4½%ige und 4%ige konvertiert. Kaum waren im Jahre 1890 die ersten 3%igen Anleihen des Reiches in Anpassung an den französischen und englischen Rententypus begeben [3]), da wurden in Deutschland erneut Stimmen laut, daß bedeutende Beträge ins Ausland abgeflossen seien und uns von dort größere Abhängigkeit drohe. Diese Ansicht war schon damals haltlos, da Deutschland die abgeflossenen Posten zum größten Teile bereits wieder aufgenommen hatte. Ähnliche Erscheinungen sind seitdem ganz regelmäßig. Alle diese Befürchtungen stellen sich also als unnötiger Pessimismus heraus. Der Anleihekurs der Staaten, die im Inlande größeren Kredit als im Auslande genießen und ihre Anleihen im eigenen Lande aufnehmen, wird unter normalen Verhältnissen auf die Dauer immer vom Inlande und durch nationale Gründe be-

[1]) Auch von 1894/1899 sind die Rentenkurse aus später noch näher zu erörternden Gründen stabiler geblieben.

[2]) Jubiläumsschrift der Diskontogesellschaft, S. 37.

[3]) Vgl. hiezu Kapitel VII.

stimmt. Deutschland ist in der Lage, seine Anleihebedürfnisse selbst zu decken; von einer offenen Hilfe des Auslandes kann auf keinen Fall die Rede sein.

Wenn auch, so könnte man argumentieren, die Gefahr einer finanziellen Abhängigkeit nicht droht und auch nicht abzusehen ist, daß die Reichsanleihen und Konsols zum internationalen Spekulationspapier sich ausbilden, so könnte doch ihr Rückströmen zu ungelegener Zeit Kursschwankungen hervorrufen. Möglicherweise würde der Reichsbank die Kontrolle der Goldbewegungen erschwert, falls London und Paris ihrer Diskontopolitik entgegenarbeiten.

Derartige Inkonvenienzen sind bis jetzt überhaupt noch nicht zu Tage getreten und würden auch nicht ins Gewicht fallen angesichts der aus einer Markterweiterung unserer Staatsfonds erwachsenden Vorteile. Das Interesse des Auslandes garantiert den Erfolg fernerer deutscher Anleihen und entlastet durch vorübergehende Aufnahme eines Teiles dieser den heimischen Geldmarkt. Vornehmlich dann, wenn ungünstige nationale Ursachen unseren Staatsfondsmarkt belasten, kann das Ausland vorübergehend gute Dienste leisten. Stärkere Beteiligung des Auslandes (am meisten London und Paris, aber auch Amsterdam und Brüssel) ist gelegentlich der Reichs- und Konsolanleihen von 1891, 1899, 1900, 1902 und 1903 zu beobachten. Während des Burenkrieges hat das Interesse des Auslandes für englische Anleihen die Zinsfußverhältnisse am Londoner Geldmarkte erheblich erleichtert. Nicht alle den nationalen Geldmarkt beeinflussenden Faktoren pflanzen sich auf die internationalen Geldmarktverhältnisse fort. Wenn daher mehrere Börsenplätze unseren Staatsfonds ihre Aufmerksamkeit zuwenden, so ist nicht abzusehen, weshalb sie immer gleichzeitig ihren Besitz zum Nachteil des deutschen Staatskredites auf den Markt werfen sollten.

Wir sind am Ende der Charakterisierung der Marktwerte. Fassen wir die Ergebnisse kurz zusammen! Weitgehender als in den zwei anderen Ländern ist in Deutschland die Dezentralisation der Marktwerte und die Intensität ihrer gegenseitigen Konkurrenz. Zieht man noch in Betracht, daß sie sich sehr rasch vermehren, so haben wir die Hauptäußerungen

des lebhaft pulsierenden Wirtschaftslebens, das seinerseits wiederum durch rasche Bevölkerungsvermehrung, Entwicklung des auswärtigen Handels etc. bedingt ist, angedeutet. Mit der Intensität der Fortentwicklung hat die der Kapitalbildung nicht gleichen Schritt gehalten; wir sind noch nicht reich genug [1]). Anders in Frankreich. Hier hemmen die stationäre Bevölkerung (von 1879—1903 ist sie von 37 auf nur 39 Millionen Köpfe gestiegen), die zollpolitische Abschließung und die langsame Entwicklung des Außenhandels (der Spezialhandel in der Ausfuhr schwankte von 1870—1897 immer um 3½ Milliarden Fs.) [2]) die Produktionszunahme. Parallel damit geht die geringe Zahl neuer Unternehmungen und neuer Anlagemöglichkeiten [3]). So stehen die Produzenten einer konstanten Bevölkerung und einem bis auf die neueste Zeit stationären Außenhandel, die Kapitaldarleiher aber mit ihrem vermehrten Kapitalangebot einer nur schwachen Konkurrenz der Kapitalborger gegenüber. Frankreich ist eine große Kapitalfabrik, aber der Unternehmungsgeist ist erlahmt.

Mit dem riesigen Kapitalreichtum Englands ist die Akkumulation brach liegender Kapitalien immer größer geworden. Die hieraus entspringende Nachfrage nach erstklassigen Effekten hat eine konstante Tendenz anzuwachsen, mit der die Neuzufuhr nicht gleichen Schritt hält. Daher zum Teil die zeitweise Überzahlung erstklassiger Rentenpapiere. Die Konsols endlich haben ganz besondere Haussemomente [4]), durch die sie der allgemeinen Kursbewegung so häufig entrückt werden.

Das Ergebnis dieses freien Spiels der wirtschaftlichen Kräfte ist der landesübliche Zinsfuß. Nach ihm richtet sich der Stand des Staatskredites. Also: Schon durch natürliche Ursachen,

---

[1]) Vgl. hiezu auch Kaempff, Reichstagsverhandlungen, 12. Januar 1904.

[2]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1903. Für die Jahre vorher die Veröffentlichungen im Economiste français.

[3]) Die etwas günstigere Entwicklung des Außenhandels und der Industrie seit 1899 hat das eingeengte Anlagefeld auch nicht auszudehnen vermocht. Meist handelt es sich hier um lokale Gesellschaften mit lokalem Aktien- und Obligationenmarkte.

[4]) Siehe besonders Kapitel VI und VIII.

die der Staat direkt wenigstens nicht aus der Welt schaffen kann, sind unsere Staatsfonds am ungünstigsten beeinflußt.

Nun drängt sich aber die Frage auf: Ob und durch welche Mittel der Staat sich diesem Konkurrenzeinfluß zu entziehen vermocht hat. In welchem Maße weicht also die Kursgestaltung der Staatsrenten von derjenigen der übrigen Marktwerte ab, resp. wie beeinflussen sie sich wechselseitig in ihrer Haltung? Die Antwort wollen nachfolgende Untersuchungen geben.

B.

Einfluß des Staates auf Markt und Kurse seiner Fonds

Viertes Kapitel

Anpassungsfähigkeit des Staates an die Wünsche und Gewohnheiten der Kapitalisten (durch Mittel technischer Art beim Handel in Renten)

Die Art, wie der Staat den Gewohnheiten und Wünschen der Anleger beim Handel in seinen Fonds sich anzupassen versteht, äußert sich in deren Beliebtheit in weiteren Kreisen des Publikums. Die Mittel hiezu sind aber nicht ohne weiteres von einem Staat auf den anderen übertragbar, auch wenn sie an sich empfehlenswert wären; denn langjährige nationale Gewohnheiten und Sitten drücken dem Staatsschuldenwesen der einzelnen Länder ihr eigentümliches Gepräge auf. Forderungen im Sinne dieses Kapitels gehören nicht zu den großen Mitteln zur Hebung des Staatskredites.

An sich stehen dem Staate in der Wahl des Anleihetypus verschiedene Wege offen; aber bei den Anlegern spielen Kontinuitäts- und Gewohnheitsgründe eine große Rolle. Erfahrungsgemäß ziehen sie Rentenpapiere verlosbaren Titres, deren Besitz mit fortwährenden Belästigungen wie Verlosungskontrollen und eventuellen Zins- und Kapitalverlusten verknüpft ist, vor. In den uns interessierenden Hauptstaaten ist die konsolidierte Rentenschuld, zu der neue Anleihen nur als Zusätze begeben werden, fast ausschließlich zur Herrschaft gelangt. In Frankreich, wo seit Anfang des 19. Jahrhunderts die Rentenschuld sich ausgebreitet hat, versuchte noch 1878 Léon Say, eine tilgbare 3% Rente einzuführen. Sie zirkuliert heute in rund 4 Milliarden Fs., ist in 75 Jahren tilgbar und in 175 Serien eingeteilt. Zur Vereinfachung der Verlosungskontrolle bei der großen Masse der Titres werden die Auslosungen serienweise vorgenommen. Die Neuanleihen der 80er Jahre wurden sämt-

lich in den Tilgungsplan von 1878 eingefügt. Als Vorzug, sagte man, bekomme jeder, der 175 Serien zeichne, einen Abschnitt von jeder Serie, so daß ihm bis 1907 jedes Jahr eine, von da ab bis 1925 jedes Jahr zwei Obligationen etc.[1]) zurückbezahlt würden[2]). Das Publikum verhielt sich trotz der äußerst günstigen Verlosungschancen (die starke Unterpariemission ist bei Sinken des Zinsfußes sehr verlustbringend für den Staat) immer nur kalt gegen diesen neuen Typus, in dem sich nie ein lebhafter Handel an der Börse entwickelt hat. Die Verlosungschancen hat das Publikum im Kurse nicht hoch genug bewertet; die 3% amortisable Rente wurde während des Unterparistandes vielfach nur 1,50—2 Fs. über dem Kurse der 3% ewigen gehalten; nach den Kosten für den Staat aber hätte jene mindestens um 5 Fs. im Kurse höher stehen sollen[3]).

Ganz verschieden geregelt ist in den drei Ländern die Frage der Besitzform der Staatsfonds.

Um die englische Buchschuld zu verstehen, müssen wir die englische Staatsschuldenverwaltung in ihren Grundzügen charakterisieren. Sie liegt in der Hand der Bank von England, ist kaufmännisch organisiert und kann daher Rücksichten

---

[1]) Von 1879—1907 29 Jahre à 1 Serie . . . . 29 Serien.
„ 1908—1925 18 „ „ 2 Serien . . . . 36 „
„ 1926—1938 13 „ „ 3 „ . . . . 39 „
„ 1939—1945 7 „ „ 4 „ . . . . 28 „
„ 1946—1950 5 „ „ 5 „ . . . . 25 „
„ 1951—1953 3 „ „ 6 „ . . . . 18 „

[2]) Wir können Paul Leroy-Beaulieu nicht beistimmen, wenn er in seiner Finanzwissenschaft Band II, S. 335 die Ansicht vertritt, die individuelle Amortisation der einzelnen Obligationen hätte vor der ganzer Serien den Vorzug verdient. Er sucht seine Ansicht damit zu begründen, daß den Kapitalisten die Hoffnung, 30—50 Obligationen in einer einzigen Ziehung getilgt zu sehen, lieber ist als die Gewißheit, eine ihrer Obligationen jedes Jahr regelmäßig zurückgezahlt zu erhalten. Abgesehen von den riesenhaft anschwellenden Ziehungslisten mit wachsenden Verlustgefahren würde der Vorteil, mehrere oder gar 30—50 Obligationen getilgt zu wissen, doch nur einigen großen und größten Rentenbesitzern zu gute kommen.

[3]) R. G. Levy, Economiste français, 13. Februar 1886.

auf Geldmarkt und Kapitalisten am besten gerecht werden. Die Bank führt gegen eine Provision das Staatsschuldbuch und besorgt Ein- und Umschreibungen darin für alle denkbaren Beträge (man kann also jeden beliebigen Konsolbetrag besitzen) genau wie ein Kaufmann, der seinen Kunden Konti in seinen Büchern eröffnet und ihnen Summen gutschreibt oder belastet. Das alles geschieht kostenfrei für die Konsolbesitzer. Da Konsols bis 1863 nur in Buchforderungen existierten und der Staatsgläubiger, nur um die Abwicklung der Geschäfte in Konsols zu erleichtern, von Veränderungen auf dem Konto benachrichtigt wurde, waren durch diese Form des Effektenbesitzes fremde Gläubiger von Konsolanlage fast ausgeschlossen worden. Diese bietet die größte Sicherheit gegen Verlust der Obligationen, ist aber wegen Formalitäten umständlich. Seit 1863 werden in England auch Inhaberpapiere in runden Summen von 50—1000 £ ausgegeben, die beliebig wieder in Stocks verwandelt werden können. Aber wegen Gewöhnung des Publikums an Buchforderungen von jedem Betrage und der nationalen Gepflogenheit der Verrechnung der Summen statt Barzahlung haben diese Inhaberpapiere keine große Bedeutung erlangt.

Auch die Zinszahlung hängt mit der Besitzform eng zusammen. Lange Zeit mußte sich der Gläubiger bei der Bank von England einfinden, was für ihn sehr umständlich war. Hierin wurde Wandel geschaffen, indem in neuerer Zeit der Konsolbesitzer mittels Schecks sich direkt die Zinsen zuschicken oder sie an eine andere Person auszahlen lassen kann. Die Zinsenzahlung geschieht seit 1888 in weiterem Entgegenkommen an die Staatsgläubiger vierteljährlich.

Aus der Eigenart des englischen Konsolbesitzes ist 1891 zu Gunsten der kleinen Sparer ein System hervorgegangen, das die automatische Anlage in Konsols bei der Bank von England bezweckt. Nach Übereinkunft mit den betreffenden Konsolbesitzern werden ihnen die vierteljährlichen Zinsen nicht ausbezahlt, sondern gegen ganz geringe Vergütung von der Bank einen Monat nach dem jeweiligen Zinstermin (Bedenkzeit für gegenteilige Ordres) dem Konto gutgeschrieben. Durch Akkumulation der Zinsen wird also der Konsolbesitz des In-

habers größer. Das System ist einfach, tendiert den kleinen Besitz zu vermehren und stimuliert die Sparsamkeit der kleinen Leute. Es eignet sich vornehmlich für Anlage von Fonds Minderjähriger bis zu ihrer Volljährigkeit[1]). Die erste Anlage fand statt im November 1890 und erstreckte sich auf 239 Konten mit 54212 £; 1901 z. B. war die Zahl der zustimmenden Konsolbesitzer in regelmäßiger Zunahme auf 7900 mit einem Kapital von 1611821 £ angewachsen.

Von der englischen Buchschuld sind zu unterscheiden die französischen Namenpapiere (titres nominatifs), die einen Auszug aus dem Staatsschuldbuche repräsentieren. Bei jedem Rentenverkaufe wird die alte Eintragung annulliert und die betreffende Rentensumme auf den Namen des neuen Besitzers neu eingetragen. Diese Besitzform ist in Frankreich die älteste; daneben werden in neuerer Zeit Namenpapiere mit Inhabercoupons (sogenannte titres mixtes seit 1864) und Inhaberpapiere (titres au porteur) ausgegeben. Obwohl die verschiedenen Arten beliebig gegeneinander vertauscht werden können, haben sie doch keineswegs die alte Form der Namenpapiere verdrängt. Das Bestehen von drei verschiedenen Besitzformen, unter denen die Kapitalisten beliebig wählen können, gibt der Rente einen Vorzug vor anderen Effekten.

Auch in der Zinszahlung trug der französische Staat der Bequemlichkeit der Rentenbesitzer Rechnung. Die Zinsen werden vierteljährlich gezahlt und Zahlstellen für Stücke und Coupons (auch der Namenpapiere) sind in den meisten Finanzagenturen errichtet[2]).

Für die Stückelung der Titres war in Frankreich das Streben nach möglichst großer Demokratisierung des Staatskredites maßgebend. Erst der allmähliche Übergang zu kleinen Abschnitten machte die Rente dem Sparer ganz zu-

---

[1]) 1895 z. B. lauteten von den 4950 derartigen Konten 1203 oder ca. 1/4 auf den Namen von Minderjährigen, die große Mehrzahl schwankte zwischen 100 und 2 £ (teils noch weniger). Es sind also in der Hauptsache kleine Anleger, die sich diesen Akkumulationsprozeß zu nutze machen.

[2]) Jedoch muß der in einem Titre enthaltene Rentenbezug an derselben Kasse erhoben werden, die ihn örtlich ausgestellt hat.

gänglich. Bis 1822 war der kleinste Abschnitt 50 Fs., d. h. bei dem damaligen Kapitalisationszins von 5% erforderte ein Rentenkauf eine Mindestausgabe von 1000 Fs. Von 1822 bis 1848 ging die Stückelung bis 10 Fs., d. h. Minimalkosten eines Staatsfondskaufes bei 3½—4% Rentabilität waren 280 Fs. 1831 erst wurden Inhaberpapiere eingeführt; bis dahin lautete der Titre, um die Individualität des Rentenanspruches festzuhalten, auf den Namen des Erwerbers. Minimalabschnitte der Inhabertitres waren 50 Fs., seit 1834 auch 10 Fs., im Jahre 1864 wurden die Rentenabschnitte auf 5 Fs., seit 1870 auf 3 Fs. reduziert. Also erst von 1864 ab war den kleinsten Kapitalisten die Staatsrente ganz zugänglich[1]). Gemischte Titres, oder solche auf den Inhaber, zirkulieren in Stücken von 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 20, 30, 50, 100, 200, 300, 500 etc. Fs. Rente, die der amortisablen Rente dagegen in Minimalabschnitten von 15 Fs.

Zur Übertragung der Fonds in der Provinz werden in Frankreich seit 1819 die Steuereinnehmer (in jedem Arrondissement) herangezogen, welche Rentenankäufe und Verkäufe auf Wunsch der Privaten kostenlos vermitteln. Das Interesse der Steuerbeamten am Verkaufe wird gefördert durch Provisionen[2]), die sie aus allen Umsätzen, also auch von Rentenvermittlungen, aus der Staatskasse beziehen. Dieses fortwährende Effektenkauf- und Verkaufsystem ist sehr wichtig in der französischen Staatsschuldenpolitik geworden und hat sehr dazu beigetragen, die Renten im Volke zu verbreiten[3]). Schon 1857 schrieb Hock, daß die Direktion der Kassareviements jetzt jährlich für Rechnung der Departementseinwohner um mehr als 300 Millionen Fs. Renten kaufe und verkaufe und daß 1853 von ihr um 86 Millionen Fs., 1854 um 94, 1855

---

[1]) Nach Angaben von Paul Leroy-Beaulieu, Finanzwissenschaft, II. Teil.

[2]) Kaufmann, Die Finanzen Frankreichs.

[3]) Nach Mitteilungen des englischen Economist (19. Februar 1887) sind von 1871—1886 auf diese Art in den Departements zusammen 6989 Millionen Fs. Staatsrenten gekauft und 3044 Millionen Fs. verkauft worden. Der Saldo von 3945 Millionen Fs. ging in die Hände der Anleger über. Vgl. ferner Tabelle 19.

um 108 Millionen Fs. Renten mehr gekauft als verkauft worden seien. Der Staat finde daher für jede neue Anleihe den umfassendsten und bereitwilligsten Markt.

Die große Bequemlichkeit für Kapitalisten besteht darin, daß die Steuereinnehmer über jeden Betrag selbständig Inskriptionen vornehmen können. Dieses Verkaufsystem ist in Paris zentralisiert; die Käufe und Verkäufe werden gegeneinander ausgeglichen und nur der Saldo wird durch das Syndikat der agents de change auf dem Markte gekauft. Früher wurde der Saldo täglich an der Börse bekannt gegeben und diente als Barometer der Wohlfahrt und des Zutrauens der kleinen Anleger in der Provinz; denn die großen haben ihre eigenen Bankiers oder korrespondieren direkt mit den agents de change. Solange die Käufe die Verkäufe überschritten, hat die Staatskasse gerne die täglichen Ausweise veröffentlicht. Aber als es nun umgekehrt wurde, mußte dies einen deprimierenden Einfluß auf die Börse haben. Die Regierung fand es daraufhin unpassend, täglich die Verkäufe anzukündigen. Sie beschloß die Veröffentlichung zu unterlassen, mit der Begründung, daß es zu unberechtigten Folgerungen Anlaß geben würde und veröffentlichte nur noch vierteljährlich den Totalsaldo[1]). Seit dem 1. Januar 1898 werden die Rentenkurse allen Haupt- und Munizipalbureaux telegraphisch übermittelt. Sämtliche Steuererheber in den Arrondissements müssen die Kurse der letzten zwei vorangegangenen Tage am Bureau zur allgemeinen Kenntnisnahme aushängen. Mit diesem Verkaufsystem, das die „Demokratisierung“ des Staatskredites sehr förderte, ist eine moralische Verpflichtung der Regierung großgezogen worden, für möglichst gleichmäßige Rentenkurse zu sorgen, damit die vielen Kapitalisten nicht murren. Gerade diese Vermittlung der Steuerbeamten, welche die Renten in alle Schichten des Volkes überführt, verhindert eher eine etwaige revolutionäre Konfiskation oder Repudiation seitens der Regierung. Eine Nachahmung dieses Systems wurde auch für Deutschland vor-

[1]) Dieses Effektenankauf- und Verkaufsystem bedeutet also nicht, wie L. v. Stein meint (Finanzwissenschaft, S. 261), eine beständige Vermehrung der Rentenschuld ohne neues Anleihegesetz.

geschlagen. Bei uns ist es aber schon deshalb kaum erfolgreich durchzuführen, weil in den einzelnen Staaten die allgemeine Einkommensteuer oder eine Kapitalrentensteuer besteht und erfahrungsgemäß die Steuerzahler auch ohne böswillige Absichten den Steuerbeamten keinen so tiefen Einblick in ihre privaten Vermögensverhältnisse resp. Kontrollierung derselben gewähren würden. In Frankreich ist das System auch nur mit der fassionslosen Ertragsbesteuerung vereinbar [1]).

Durch die Errichtung von Staatsschuldbüchern (1891 im Reich, 1883 in Preußen, ferner in Sachsen) hat man bei uns ebenfalls der Buchschuld Eingang verschafft. Aber während in England und Frankreich die natürliche Entwicklung vom Namenpapiere ausgegangen ist und sich daraus deren allgemeine Verbreitung und Beliebtheit erklärt, ist bei uns die Entwicklung vom Inhaberpapiere bis zu den Anfängen der Buchschuld fortgeschritten. Die Forderung wird unter gleichzeitiger Vernichtung der Inhaberpapiere in das Staatsschuldbuch eingetragen und dem Gläubiger werden jedesmal nur die Zinsen zugestellt. Da die Rückverwandlung in Inhaberpapiere mit Formalitäten verknüpft ist, und die herauszugebenden Konsols erst ausgefertigt werden müssen, machen von dieser Einrichtung besonders Rentiers, kleine Leute, Stiftungen und Mündelgelderverwalter Gebrauch. Dies sind also Käufer, die ihren Staatsfondsbesitz weniger als Ware ansehen. Die Einträge haben sich bei uns nicht allzu befriedigend entwickelt. Von dem Gesamtbetrag der begebenen Reichsanleihen waren in das Reichsschuldbuch eingetragen:

1893 . . .	4,83 %	1899 . . .	12,91 %
1894 . . .	6,50 „	1900 . . .	13,25 „
1895 . . .	8,94 „	1901 . . .	13,38 „
1896 . . .	10,72 „	1902 . . .	12,29 „
1897 . . .	11,52 „	1903 . . .	12,72 „
1898 . . .	12,90 „	1904 . . .	12,55 „ [2]).

Im jährlichen Durchschnitt hat während der Rechnungsjahre 1892—1903 die begebene Reichsanleihe um 116,6 Millionen Mk., der Betrag der Buchschulden des Reiches nur

[1]) Siehe Anhang.

[2]) Nach Schanz, Finanzarchiv, 22. Jahrgang, Band I.

um 26,8 Millionen Mk. zugenommen. Am 28. Juni 1904 wurde daher das Gesetz über das Reichsschuldbuch und am 24. Juli 1904 das über das preußische abgeändert [1]). Man hofft durch Herabsetzen der Gebühren, daß der Betrag von den im freien Verkehr befindlichen Schuldverschreibungen vermindert, die Nachfrage auf einen kleineren Betrag sich konzentrieren und daher eher in einer Kurssteigerung sich äußern werde. Ob diese Hoffnungen in Erfüllung gehen, ist eine Frage der Zeit.

Die Stückelung unserer Staatsfonds und die Wahl des Couponstermines der Reichsanleihen genügen nicht vollkommen den Ansprüchen des Publikums. Es ist nicht recht ersichtlich, weshalb nur etwa drei in der Zirkulation sehr beschränkte Fonds (3½ % Elsässisch-Lothringische Rente, 3½ % Bayerische Landeskulturrentenanstaltobligationen und 3½ % Mecklenburgisch-Schweriner Staatsobligationen) Stücke von 100 Mk. minimal haben, alle anderen deutschen Staatspapiere aber nur bis 200 Mk. minimal. Die Pfandbriefe füllen die so entstehende Lücke aus. Die Hypothekenbanken hatten nämlich von 167 Pfandbriefarten 1896 ca. 110 in Stücken von 100 Mk. ausgegeben. Sogar Pfandbriefe von 50 Mk. werden emittiert. Es steht zu erwarten, daß bei Herabgehen bis zu Stücken von 100 Mk. die Nachfrage durch kleine Sparer eine nicht zu unterschätzende Belebung erfahren wird.

Ein anderer Mangel besteht in der ungleichmäßigen Verteilung der Couponstermine der Reichsanleihen. An Stücken mit Januar-Julizinsen, die hauptsächlich vom Auslande gesucht sind, waren bis Ende 1902 519 Millionen Mk. emittiert worden, von solchen mit April-Oktobercoupons über 974½ Millionen Mk. In den Jahren 1901 und 1902 wurden 400 Millionen Mk. Titres mit April-Oktoberzinsen emittiert, mit Januar-Julizinsen nur 35 Millionen Mk. Das Material an letzteren war daher öfters schon sehr knapp.

---

[1]) Hauptbestimmungen dieser Gesetze: Für Eintrag und Löschungen werden je 25 Pf. von jeden angefangenen 1000 Mk. erhoben, zusammen mindestens 1 Mk.; bei Ausreichen von Schuldverschreibungen für jede angefangenen 1000 Mk. 50 Pf., minimal 1 Mk. Gebühren werden aber für Einträge bei Umwandlung von Schuldverschreibungen in Buchschulden nicht mehr erhoben.

Fünftes Kapitel

Erhöhung der Marktfähigkeit der Staatsfonds durch Verkehrserleichterungen

Ein lebhaftes und dauerndes Termingeschäft in Staatsfonds wie in England und Frankreich hat die Tendenz, kleinste Kursschwankungen häufiger zu machen, aber die Kursstöße in normalen Zeiten auf ein Minimum zu reduzieren. Haussiers und Baissiers gleichen eine große Anzahl von Engagements unter sich aus. Dem Verkäufer stehen jederzeit solche Personen gegenüber, die das Effekt auf Zeit verkauft haben und nun die abgegebene Ware zu Deckungen benützen [1]). Wie eine Beschränkung der Marktumsätze ein Effekt größeren Schwankungen aussetzt, zeigt sich deutlich an der kursfesten französischen Rente selbst. Regelmäßig tritt in den Monaten Juli und August eine große Geschäftsstille an der Pariser Börse ein, indem viele Engagements vor der Abreise von Börsenbesuchern abgewickelt werden. Verfolgen wir nun von August 1897, in welchem Monat die Rente den Rekord des Jahrhunderts erreicht hat, die letzten 10 Jahre rückwärts, so ergibt sich die interessante Tatsache, daß von der Hausse der 3% ewigen Rente von 24 Fs. seit Ende Juni 1887 15,75 Fs. auf die Monate Juli und August entfallen sind [2]). In keinem

---

[1]) Korrespondenz der Ältesten der Kaufmannschaft, Jahrgang 1896.

[2])

1887		1888		1889	
30. Juni	80,70	28. Juni	82,75	27. Juni	84,25
1. September	81,95	30. August	83,95	29. August	85,37

1890		1891		1892	
26. Juni	91,75	2. Juli	94,82	30. Juni	98,80
28. August	94,70	27. August	95,50	25. Juni	99,80

der 10 Jahre ist während dieser 2 Monate eine Baisse der Rente eingetreten. Es werden nämlich um diese Zeit ähnlich wie im Januar durch Dividenden- und Couponszahlungen viele Kapitalien zur Neuanlage frei; bei dem Fehlen einer wirksamen Kontremine können aber Hausseengagements erfolgreicher durchgeführt werden.

Die große Umsatzmöglichkeit durch Zeitgeschäfte steigert die Beliebtheit der Staatspapiere und erweitert ihren Markt. Die Vorteile treten besonders hervor bei Emissionen von Staatsanleihen [1]), bei Anlage temporär verfügbarer Gelder oder bei Reservierung derselben auf einen bestimmten Termin. Wer über den Gegenwert eines Effektes in einigen Monaten verfügen will, kann schon im voraus mit dem Verkäufer abhandeln, der ihm einen bestimmten Preis sichert. Wer eine Zahlung zu einem bestimmten Zeitpunkt erwartet, sichert sich Anlage und Preis durch ein Termingeschäft in Staatsrente. Besonders wenn viele Kapitalien müssig daliegen, fließen der Londoner und Pariser Börse bedeutende Summen für diese temporären Anlagen zu, die viel rentabler sind als Bankdepositen mit oft nur ½—1% Verzinsung.

In französischen Renten findet nur Ultimoliquidation statt. Die Zeitgeschäfte dürfen nie über zwei Liquidationen hinausgehen. In Paris ist eine besondere Form des Termingeschäftes, das Prämiengeschäft [2]), sehr entwickelt, das in sich die Vorteile des geringen Risikos, beschränkter Gewinnchancen und der Möglichkeit des jederzeitigen Zurückziehens des engagierten Kapitals bei verhältnismäßig hoher Realverzinsung

1893		1894		1895	
29. Juni	97,45	28. Juni	100,42	26. Juni	101,65
2. September	99,40	30. August	103,75	29. Juni	102,05

1896		1897	
2. Juli	101,20	1. Juli	103,90
27. August	102,50	26. August	104,50

[1]) Siehe Kapitel VII.

[2]) Spekulanten betreiben den Handel mit Prämien. Die Höhe des Gewinnes eines solchen „Echellier“ besteht in der Differenz zwischen dem Preise des festen Ankaufs und des Prämienankaufs (nach Usancen der Pariser Börse von S. Robert Mills).

vereinigt. Mit wenigen Mitteln können bedeutende Prämiengeschäfte abgeschlossen werden, denn die Pariser Banken fordern nur niedrige Prozentsätze des investierten Kapitals als Sicherstellung ein. Kleine Leute machen sich dies zu nutze und geben ihrem Bankier als Anzahlung auf einen Kaufauftrag über 80000 Fs. Staatsrente z. B. ca. 1600 Fs. Dieses am Pariser Rentenmarkte alltägliche Beispiel soll nur die Vermehrung der Umsätze durch das Prämiengeschäft verdeutlichen. Wie solche Geschäfte volkswirtschaftlich zu beurteilen sind, ist allerdings eine ganz andere Frage.

In englischen Konsols findet ein äußerst reger Ultimoverkehr statt; per Kassa wird nur wenig in ihnen umgesetzt. Wenn im Handel mit Konsols nichts Besonderes verabredet ist, gilt das Geschäft für die monatliche Liquidation, die zwei Tage dauert und für den Anfang jeden Monats unabhängig von der übrigen Liquidation festgesetzt ist. Neben dem lebhaften Termingeschäft kommen den französischen und englischen Staatsfonds noch eine ganze Reihe Verkehrserleichterungen zu statten.

Eine offene Vergünstigung gewährt der französische Staat seinen Rentenbesitzern, indem er sie von der 4%igen Mobiliarsteuer, die auf allem übrigen Effektenbesitz in Form einer Couponsteuer lastet, befreit [1]). Die öffentliche Meinung war immer gegen die mehrmals wiedergekehrten Vorschläge einer Besteuerung der Rente. Die vorgebrachten Argumente sind juristisch, ökonomisch, sozial und politisch. Letztere spielen wohl die größte Rolle für die Staatsmänner, welche die vielen „petits possesseurs de richesses“ auf ihrer Seite haben zu müssen glauben. Ein Beispiel, wie der Staat durch eine ungeheure Schuld, die sich in Händen des ganzen Volkes befindet, in seiner Bewegungsfreiheit gelähmt werden kann! Das Publikum begreift nicht, daß man zu Maßregeln, die

[1]) Durch diese Steuer werden Konversionen erschwert und hinausgeschoben. Die Steuer erstreckt sich auch bei den zur Einlösung kommenden Obligationen auf die namentlich bei Losobligationen des Crédit foncier und der Pariser Stadtanleihen und bei Eisenbahngesellschaftsobligationen recht bedeutende Differenz zwischen Auszahlungsbetrag und Emissionskurs.

Gambetta und Thiers nach dem Kriege energisch zurückgewiesen hatten, nunmehr in normalen Zeiten greifen will. Léon Say sieht in der Rentensteuer den Anfang des Bankerotts und eine Schädigung des öffentlichen Kredites [1]). Naturgemäß müßten die Renten eine wesentliche Baisse erfahren, wenn ihre Coupons einem Abzug von 4% unterworfen würden.

Als Illustration mögen die Vorgänge im Jahre 1896 dienen, in denen die Baissemomente für die Rente von der Gesetzgebung ausgegangen sind. Je nach der größeren oder geringeren Wahrscheinlichkeit des Erfolges des Einkommensteuervorschlages durch das Kabinett Bourgeois fielen oder stiegen die Rentenkurse, je nachdem die Börse die Eventualität der Haltung oder des Sturzes des Ministeriums im Kurse eskomptierte. Als man erfuhr, daß das Ministerium bleibe, sank die Rente um 35 Cent., trotzdem das den Franzosen höchst unsympathische Projekt durchgefallen war. Der zweite Vorschlag, die Rente mit einer Couponsteuer von 4½% zu belegen, hatte eine große Erregung, einen Kursfall der 3%igen um 2½ Fs. (!) und eine Deklassierung, die auf 300—400 Millionen Fs. geschätzt wurde [1]), zur Folge. Einmal, als man erfuhr, daß der Minister den Vorschlag einer 4½%igen Couponsteuer machen werde, sind die Kurse wieder um 75 Cent. gestiegen. Das Ereignis gehört zu jenen, die im voraus an der Börse eskomptiert werden und bei ihrem Eintreffen den entgegengesetzten, scheinbar unlogischen Effekt haben [2]). Im November dieses Jahres stiegen die Rentenkurse wieder auf 103 (Oktober 101,30), nachdem der Minister die Steuer vorläufig fallen gelassen hatte.

Auch von der Besitzwechselabgabe ist die Rente befreit. In Frankreich sind nämlich seit 1872 sämtliche Inhaberpapiere einer Steuer unterworfen, welche auf die Effektenbesitzer übergewälzt und mit 20 Cent. pro 100 Fs. vom vorjährigen Mittelkurs des betreffenden Effektes ebenfalls vom Coupon in Abzug gebracht wird. War dieser Durchschnittskurs bei einer

[1]) Minister Magne: Imposer la rente, c'est donner d'une main ce qu'on prend de l'autre, c'est se blesser soi-même.

[2]) Angaben nach Raffalovich, le marché financier 1896.

Eisenbahnobligation 500, also pari, so erleidet der Coupon von 15 Fs. einen Abzug von 10,66 % oder 1 Fs. 60 Cent. (0,6 + 1 Fs.), d. h. er wird mit 13 Fs. 40 Cent. ausbezahlt. Nun kann aber auch jedes Inhaberpapier in ein Namenpapier umgewandelt werden; in diesem Falle zahlt es beim jedesmaligen Besitzwechsel pro 100 Fs. nominal 50 Cent. Steuer. Diese beeinträchtigt die Umsatzmöglichkeit der Namenpapiere, da ein zu großer Teil der Kursdifferenz bei kleineren Kursschwankungen in der Steuer aufgeht. Das französische Inskriptionssystem ist für Kapitalisten in der Provinz schwerfällig; die Formalitäten machen diese geneigt, ihre Papiere nicht so sehr als Ware anzusehen.

Der Vorteil, den der französische Kapitalist aus der Befreiung der Rente von der Emissionssteuer [1]) von 0,06 %, der Besitzwechselabgabe und der Couponsteuer zieht, entspricht 12,66 % des Coupons von 3 Fs. Eine Rentabilitätsvergleichung der Marktwerte ändert sich durch diese einseitig begünstigende Steuerpolitik ganz wesentlich. Die Beliebtheit der Rente und ihre Verbreitung im Volk wurde endlich dadurch gefördert, daß bis Herbst 1890 z. B. die Gesellschaften, auch Eisenbahngesellschaften, noch nicht einmal Zahlstellen für ihre Namenpapiere in der Provinz, den Städten oder bedeutenderen Bahnhöfen errichtet hatten, obwohl diese eine Erhöhung des Einkommens der Obligationäre zur Folge gehabt hätten. Denn es bringen z. B. 3% Obligationen der Eisenbahngesellschaft du Nord zum Kurs von 429 als Inhaberpapiere 3,15 %, als Namenpapiere aber, was eine einmalige Steuer von 2,15 Fs. kosten würde, 3,4 %. Gleichwohl ist man in den letzten Jahrzehnten in Frankreich immer mehr zu Inhaberpapieren übergegangen und begnügt sich also mit einem geringen Einkommen, um lästigen Umständlichkeiten zu entgehen.

[1]) Dieser jährlich zu zahlenden Emissionssteuer sind Aktien und Obligationen französischer Gesellschaften, Kommunalpapiere, Obligationen von öffentlichen Anstalten, ausländischen Staaten, Gesellschaften und Korporationen unterworfen. Die Schuldner können auch im Momente der Ausgabe ein- für allemal 1,2 % vom Nominalkapital entrichten. In den meisten Fällen wird die Steuer aber mit 0,06 % jährlich bezahlt. Wenn auch eine Anzahl von Gesellschaften nicht direkt vom Obligationär diese Steuer zurückbehält, muß man doch auch mit ihr rechnen.

Eine Börsensteuer für Umsätze in Wertpapieren aller Art, per Kasse und per ultimo, wurde am 1. Juni 1893 eingeführt und also auch auf Renten mit $^1/_{20}\,^0/_{00}$, auf Reportgeschäfte mit $^1/_{40}\,^0/_{00}$ erhoben. Die nächste Folge war ein unerwartetes Zurückgehen der Rentenumsätze. April und Mai 1893 wurden durchschnittlich auf dem freien Markte für 4,885 und 4,645 Millionen Fs. Renten gehandelt. Am 1. Juni 1893 trat die Steuer in Kraft und unmittelbar fiel die tägliche Ziffer auf 1,755 Millionen Fs. gegen 7,689 Millionen im Vorjahre[1]). Auch in den folgenden Jahren blieb die niedrige Umsatzziffer bestehen, nämlich für Juli 1894 mit 1,464 Millionen Fs. und Juli 1895 mit 1,885 Millionen Fs. Die Umsätze haben sich bis Ende des Jahres nicht mehr gehoben. Doumer hat im Gegensatz zu dem Minister Cochery, dessen Ziffern in seinem Generalbericht dem freien Markte entnommen waren, Berechnungen auf Grund der Operationen des offiziellen Marktes gemacht und ist zu den gleichen Resultaten gekommen. Von Januar—Mai 1893 waren die Umsätze nacheinander: 5, $6^1/_2$, 5, 4, 7, 4, 3 Milliarden Fs. Im folgenden Monat wurde die Steuer eingeführt, worauf die Umsätze enorm zurückgingen. In der korrespondierenden Periode des Jahres 1895, in der allerdings die Goldminenwut bereits grassierte und die Kapitalien von Rentenkäufen abgelenkt wurden, ist das Maximum im Januar mit nur 2 Milliarden Fs. erreicht worden. Die Umsätze fielen auf 1200 Millionen Fs. im März, im April sogar auf 1100 Millionen Fs.[1]). Der Hauptgrund dieses Rückganges der Transaktionen war, obwohl allgemeine Marktursachen auch mitwirkten, die Börsensteuer. Sie hat einen zu großen Teil der minimalen Ecarts, mit denen sich die Spekulation begnügt, absorbiert. Das waren eben die Operationen, die durch ihre große Anzahl dem Rentenmarkte die Widerstandsfähigkeit, welche er so oft an den Tag gelegt hat, verliehen haben. Es ist sicherlich ein Zeichen großer Einsicht des Finanzministers, daß er bei der Budgetkommission die Veranlassung gegeben hat, angesichts dieser schlechten Erfahrungen die Börsensteuer auf Renten um $^3/_4$ zu ermäßigen,

---

[1]) Siehe Anm. 2, S. 98.

um dem Rentenmarkt seine frühere Zuverlässigkeit wiederzugeben[1]). Laut Gesetz vom 28. Dezember 1895 mit Giltigkeit vom 1. Januar 1896, also schon nach zwei Jahren, wurde die Steuer auf $^1/_{80}$ ‰ bei Termin- und Kassageschäften und $^1/_{160}$ ‰ für Reports ermäßigt und beträgt jetzt also nur noch $1\,^1/_4$ Cent. für je 1000 Fs. vom ausmachenden Betrage. Auch in der Courtage genießt die französische Rente Vergünstigungen; bei Terminumsätzen und Reportgeschäften sind pro 1500 Fs. Rente 12,50 Fs. zu zahlen, d. h. $^1/_4$ ‰; für Aktien und Obligationen dagegen 1 ‰, wenn in ihnen nur Ultimoverkehr, $^1/_2$ ‰, wenn in ihnen Ultimo- und Medioliquidation stattfindet. Kaufe ich z. B. 300 000 Fs. Staatsrente per ultimo, so habe ich für Courtage $^1/_4$ ‰ = 75 Fs., für Börsensteuer $^1/_{80}$ ‰ = 3,75 Fs., also zusammen 78,75 Fs. zu entrichten, bei einem Reportgeschäft nur 76,87 Fs.[2]). Dieselbe Operation würde in Obligationen irgend einer Gesellschaft 307,50 Fs. Börsensteuer und Courtage kosten. Bei der Kombination eines Verkaufs per ultimo fest und eines Kaufs auf Prämie habe ich bei Verzicht für Rücktritt vom Geschäft an Börsensteuer 0,05 Cent. zu zahlen (da die Börsensteuer in solchem Falle nicht vom Betrage der umgesetzten Effekten, sondern von dem der effektiv bezahlten Prämie erhoben wird); ferner für Courtage auf festen Kauf und Rückkauf je 75 Fs., sowie zweimal Börsensteuer à 3,75 = 7,50 Fs.; insgesamt also nur 157,55 Fs.

Auch die Lombardbedingungen der Banque de France sind zu Gunsten der Rente durchbrochen; zwar nicht hinsichtlich des Lombardzinssatzes, der allgemein 1% über dem jeweiligen Diskont ist, wohl aber hinsichtlich der Höhe der Lombardierung. Die Rente wird am höchsten von allen Marktwerten, nämlich mit 80% des Kurswertes beliehen. Schließlich mag darauf hingewiesen sein, daß die Titres der französischen Rente nicht beschlagnahmt werden können[3]). Die Staats-

---

[1]) Siehe Anm. 2, S. 98.

[2]) Bei Reportgeschäften beträgt sonst die Courtage $^1/_2$ ‰ für die einer 14tägigen Abrechnung unterliegenden Werte, $^1/_{12}$ % für die mit monatlicher Abrechnung.

[3]) Toute mainmise quelconque sur les rentes est refusée aux créanciers d'un titulaire. Dictionnaire d'Economie politique.

kasse gibt den Gläubigern keine Auskunft über die ihren Schuldnern gehörigen Renteninskriptionen [1]).

Nur mit Hilfe dieser vielfachen Verkehrserleichterungen hat der Rentenmarkt in Paris so großen Umfang angenommen, daß [2]) die Hälfte, wenn nicht mehr, aller Börsenoperationen auf französische Rente sich beziehen.

Bedeutungslos ist der Schlußnotenstempel, mit dem in England Effektenumsätze aller Art besteuert werden, nämlich 1 d. bei einem Werte des Gegenstandes bis 100 £, 6 pence bei höherem Werte; bei Schiebungen 1 sh. für jede Fondsgattung. Lästiger wird die Transfersteuer von ½ % empfunden, die mit der Übertragung von Börsenwerten verbunden ist. Konsols sind von dieser Steuer ausgenommen. Städte und Korporationen in der Provinz können sich von der Stempelpflicht mittels einer Pauschalzahlung an den Staat befreien. Von dieser Erlaubnis wird ausgiebiger Gebrauch gemacht, da die Verkäuflichkeit eines Stock leidet, wenn bei jedem Besitzwechsel eine Steuer entrichtet werden muß. In den Prospekten fast jeder neuen Emission wird als Vorzug hervorgehoben, daß Transfers frei von Stempelgebühren und anderen Lasten sind. Viele Aktiengesellschaften würden es für vorteilhaft finden, sich durch Pauschalzahlung ein- für allemal der Transfersteuer zu entledigen. Ein Blick in den Londoner Kurszettel genügt, um zu erkennen, daß für ein und denselben Wert in verschiedener Form (entweder als steuerfreier Inhaberbond oder als steuerpflichtiger Inscribed Stock) viel größere Preisunterschiede bestehen, als nach der Höhe der Transfersteuer zu erwarten wäre.

Die ziemlich hohen Courtagesätze in England hängen mit der Exklusivität der dortigen Börsenorganisation zusammen. Englische und ausländische Renten zahlen vom Nominalbetrage ⅛, Kolonialfonds gar ¼ %; Konsols und Werte, die durch Transfers auf die Register der Banken übertragbar sind, ⅛ %, als Inhaberpapiere ebenfalls ¼ %. Für das Termingeschäft ermäßigen sich die Sätze. Werden sämtliche Effekten für dieselbe Liquidation ge- und verkauft, so wird in der Regel

---

[1]) Mit einigen kleinen Einschränkungen gilt dies allgemein.

[2]) Economiste français, 28. Januar 1893.

nur einmal Courtage berechnet; für Konsols also nur $^1/_{16}\,\%$ für jeden Umsatz.

In der Lombardierung bestehen bei der Bank von England keine festen Grundsätze. Man verfährt von Fall zu Fall, bestimmt den Zins je nach der Klasse der Sicherheit und nach dem Betrage des Guthabens, das der Darlehensnehmer hat. Manchmal ist die Zinsrate über, manchmal unter der publizierten Bankrate [1]). Der Kreis der lombardfähigen Papiere ist aber äußerst beschränkt. Nur wirklich erstklassige Staatspapiere werden beliehen, und es gilt als zweifelhaft, ob die Bank in einer Krisis auch nur auf Eisenbahnobligationen Darlehen geben würde [2]).

Auch Konsols unterliegen der allgemeinen Einkommensteuer, die von allen Bezügen aus Mobiliarwerten in Form einer Couponsteuer erhoben wird. Nicht der Konsolbesitzer als solcher, sondern der Engländer als Besitzer von Mobiliarwerten ist steuerpflichtig; folglich werden ausländische Gläubiger, die nicht in England wohnen, befreit, wenn sie mittels Affidavits nachweisen, daß kein englischer Untertan Interesse an dem Effekt hat. Nicht so vielseitig und wesentlich wie in Frankreich sind also die Steuerexemptionen der englischen Konsolbesitzer. Einseitige Bevorzugungen der Staatsgläubiger vor den übrigen Effektenbesitzern widersprechen nach englischer Anschauung dem Prinzipe der Gerechtigkeit der Besteuerung.

Auch vor der dem Termingeschäft feindlichen Börsenrechtsprechung haben sich bei uns immer nur vorübergehende Ansätze zu einem solchen bilden können. Ein lebhaftes und dauerndes Ultimogeschäft hat nie in unseren Staatsanleihen bestanden. Ein solches kann sich nur entwickeln, wenn die Masse eines Effektes eine sehr große ist, in Deutschland also höchstens in Reichsanleihen und preußischen Konsols, und wenn die Regierung sich zu einer Anleihepolitik versteht, die nicht jedes Termingeschäft vernichtet.

A. In den 90er Jahren wurde das Ultimogeschäft durch Staat und Börsenrechtsprechung unmöglich gemacht. Durch

---

[1]) Koch, Reichstagsverhandlungen, 18. Juni 1896.

[2]) Jaffé, Das englische Bankwesen, S. 206.

das Terminverbot, resp. die Unklagbarkeit des Termingeschäftes wurde das Kapital teils an ausländische Börsen, teils auf spekulative Wege hingedrängt. Es wird daher nicht weniger spekuliert als früher, nur tendiert die Erschwerung des Verkehrs den deutschen Börsen das internationale Geschäft zu entziehen. Seit dem Börsengesetz von 1896 ist die Anlage in Staatsfonds geradezu gefährlich geworden. Bei dem Kassageschäfte sind wegen der regellosen Beeinflussung der Kurse durch zufälliges Angebot und zufällige Nachfrage größere Kursstöße unausbleiblich. Dazu erfordert es gerade in Zeiten der Hochkonjunktur und starker Börsenspekulation, wie z. B. 1895 bis 1899, große Summen baren Geldes, deren Vorwegnahme durch die Börse zunächst zu einer Report- und Diskontsteigerung, indirekt zu allgemeinen Zinsfußspannungen führen muß[1]). Darunter leidet naturgemäß die Stabilität der Staatsfondskurse. Merkwürdigerweise hatte die durch das Börsengesetz und seine Auslegung geschaffene Rechtsunsicherheit auch auf die Kurse unserer Staatsfonds eine nachteilige Rückwirkung. Bisher waren letztere vielfach durch die Kunden beim Bankier deponiert worden zwecks Aktienkaufs; jetzt boten sie aber gegenüber dem Differenzeinwand keine Sicherheit mehr für diesen und mußten, besonders in der Zeit von 1895—1899, häufig verkauft werden zur Barzahlung der zu kaufenden Aktien[2]).

B. Ebenfalls der Haltung unserer Staatspapiere ungünstig ist die Tendenz der Stempelgesetzgebung. Die Novelle vom 27. April 1894 brachte eine Verdoppelung und zum Teil Verdreifachung der Steuersätze. Die Umsatzsteuer ist verdoppelt worden und beträgt jetzt 20 Pf. pro 100 Mk. Umsätze unter 600 Mk. Wert wurden damals freigelassen und Report- und Deportgeschäfte als einheitliche Geschäfte aufgefaßt. Seit dem 14. Juni 1900 werden Umsätze jeden Betrages belastet; die Sätze für Aktien und gewisse Obligationen wurden wiederum erhöht. Jeder Kauf und Verkauf ist jetzt steuerpflichtig; Kompensation von Kauf- und Verkaufaufträgen ist also nicht mehr zulässig. Durch die Stempelgesetzgebung wurde die für

---

[1]) Siehe Kapitel VII.

[2]) Verhandlungen des Bankiertages, Berlin 1904.

den Geschäftsumfang und die Aufmerksamkeit jeder Börse so wichtige Kulisse, die sogenannte kleine Spekulation, dezimiert[1]). Diese hatte sich einst zum großen Teile aus dem von der Arbitrage herangeschafften Material ernährt und ist jetzt durch den Umsatzstempel in der Ausnützung der kleinen Tagesschwankungen verhindert. Naturgemäß mußten damit, was sich allerdings statistisch nicht belegen läßt, auch die Umsätze in Reichsanleihen zurückgehen und ihre Kurse an Gleichmäßigkeit verlieren. Auch der vorübergehenden Anlage disponibler Kapitalien in Staatsfonds steht der hohe Umsatzstempel im Wege. Denn eine solche Operation kostet zweimal $^2/_{10}$ ‰ Umsatzsteuer, Courtage von $^1/_2$ ‰ für An- und Verkauf, sonstige Spesen und Provisionen, so daß von den kleinen Kursschwankungen, von denen diese Anleger Nutzen ziehen könnten, zu viel in Unkosten aufgeht und die Belastung im Mißverhältnis zu dem sehr schmalen Zinsenplus steht.

C. Durch das Zusammenwirken der Börsen- und Stempelgesetzgebung wurde die Großbankenkonzentration beschleunigt auf Kosten des Zwischenhandels an der Börse. Die Börsenkurse gerade der Werte erster Ordnung beziehen sich bisweilen nur auf einen Teil ihrer Gesamtumsätze. Alle anderen Aufträge kommen innerhalb der Großbanken, welche selbst Börsen geworden sind, durch Kompensation zur Abwicklung. Unter diesen Verschiebungen leidet die Zuverlässigkeit der Kursnotizen unserer Reichs- und Staatspapiere. Die Börse ist damit mehr als je von ihrer Aufgabe entfernt, diesen einen zuverlässigen und aufnahmefähigen Markt zu schaffen. Die oft nur nominellen Kursnotizen an der Börse sind kaum mehr ein getreues Spiegelbild der wirklichen Verhältnisse. Eine weitere Folge der Konzentration der Geschäfte in den Großbanken und des Börsengesetzes ist die Erleichterung des Pfandbriefabsatzes in der Provinz. In dem Maße nämlich, als die anderen Effektengeschäfte der Provinzbanken nach der Erhöhung der Stempelsteuern zurückgegangen sind, hat der kostenlose Pfandbriefvertrieb dort riesig zugenommen, allerdings zum Nachteil unserer Staatsanleihen. Man vergleiche

[1]) Frankfurter Zeitung.

hiezu die historische Entwicklung von 1900—1904. Hier bringt ein Beispiel nach dem anderen die Wirkungen der Börsen- und Stempelgesetzgebung auf unseren Staatsfondsmarkt deutlich genug zum Ausdruck. Eine eigentümliche Forschungsmethode ist es, wenn Delbrück [1]) in seiner 33 Seiten langen Abhandlung über die Kurse unserer Reichs- und Staatsanleihen diese Schäden, welche die Börsen- und Stempelgesetzgebung geschlagen hat, mit Stillschweigen übergeht, während er für die Vorteile des doch sicherlich keine prinzipielle Bedeutung in Anspruch nehmenden Staatsschuldbuches 4 Seiten des Lobes übrig hat. Seine Vorschläge zur Hebung des Kursniveaus unserer Staatsfonds erstrecken sich mehr auf die Organisation der Nachfrage. An sich schon ist es verkehrt, nur von dieser Seite reformierend eingreifen zu wollen, aber auch von seinem einseitigen Standpunkt aus hätte er zum mindesten zu dieser Frage Stellung nehmen müssen.

Von 1884—1897 hatte eine einzige Verkehrserleichterung unserer Staatsfonds bestanden: Sie wurden nur ½ % über dem jeweiligen Bankdiskont durch die Reichsbank lombardiert; alle übrigen Marktwerte aber 1% darüber. Diese jahrelange Vergünstigung hat dem Abstoßen unserer Staatspapiere entgegengewirkt. Denn bei einem Reichsbankdiskont von 3% z. B. war es ein ganz rentables Geschäft, Staatsfonds zu 3½ % (also etwa zum gleichen Satze wie ihr Realzins) zu verpfänden. Am 1. Juli 1897 wurde diese Bevorzugung wieder aufgehoben, mittelbar infolge von weitgehenden Wünschen der Agrarier, die folgendermaßen argumentierten: „Der Kurs der Pfandbriefe ist, verglichen mit dem der Reichs- und Staatsanleihen, ein zu niedriger. Die im Gange befindlichen Konvertierungen werden dadurch erschwert; schuld daran ist das Verhalten der Reichsbank. Also ändere du, Reichsbank, die Lombardpolitik und verbillige den Lombardsatz für Pfandbriefe um ½ %!“ [2]) Bei dieser Agitation handelte es sich jedoch mehr um Interessen städtischer Bodenbesitzer, denen die Haupttätigkeit unserer Hypothekenbanken weit mehr zu gute kommt, als

[1]) Preußische Jahrbücher, Juni 1904.

[2]) Reichsbankpräsident Dr. Koch, Reichstagsverhandlungen, 18. Juni 1896.

den landwirtschaftlichen Grund- und Bodenbesitzern. Der Kurs der Pfandbriefe war schon vor 1884 ein viel niedrigerer als der der Reichsanleihen. Ganz mit Recht hat Koch[1]) zu einer solchen Argumentation im Reichstage bemerkt, daß sie in der Geschichte der Notenbanken ziemlich vereinzelt dastehe. Zwar wurden nicht die Pfandbriefe ebenfalls bevorzugt, wohl aber die Bevorzugung der Staatsfonds aus anderen bankmäßigen Gründen fallen gelassen. Durch Uniformierung des Lombardsatzes sind die zwei Effektenkategorien einander gleichgestellt. Dies ist jedoch keineswegs unbedingt zu mißbilligen. Wenn, wie es in Deutschland wohl der Fall war, die Lombardierung der Staatsfonds in einer gegen die soliden Geschäftsprinzipien der Zentralnotenbanken verstoßenden Weise zunimmt, ist die dauernde Aufrechterhaltung einer solchen Vergünstigung ungerechtfertigt. Denn die Verkäuflichkeit unserer Staatsfonds in großen Posten ist zeitweise doch recht fraglich.

[1]) Siehe Anm. 2, S. 106.

Sechstes Kapitel

Einmischung des Staates in die Organisation der Nachfrage nach Staatsfonds und in ihre Kursgestaltung

Inwiefern stehen die Staatsanleihekurse in England, Frankreich und Deutschland unter Einflüssen künstlicher Art wie staatliche Organisation der Nachfrage nach Staatsfonds oder Einmischung des Staates in den freien Verkehr? Diese Fragen sollen hier beantwortet werden; die aus freien Stücken entspringende Nachfrage nach Staatsfonds wird in Kapitel VIII zur Sprache kommen.

Um ein anschaulicheres Bild zu erhalten, scheiden wir nach Ländern und untersuchen, so geordnet, den Zusammenhang des Staatskredites

I. mit dem Sparkassenwesen und der Fondsbewegung öffentlicher Kassen,

II. mit dem Status von Finanzinstituten wie Banken, Aktiengesellschaften, Versicherungsgesellschaften etc. resp. staatlichen Beziehungen zu solchen Finanzinstituten im Interesse der Rentenkurse,

III. mit der Amortisation der Staatsschuld,

IV. mit dem Kreis der mündelsicheren Anlagewerte.

A) Frankreich.

I. In Frankreich überspannen die Privatsparkassen [1]), zu denen seit 1882 noch die Postsparkasse (Caisse d'épargne nationale) getreten ist, mit einem dichtmaschigen Netz von Filialen das ganze Land und nehmen die Ersparnisse gleich im Entstehen weg. Am 31. Dezember 1901 waren für die Privat-

[1]) Diese haben gewisse Beziehungen zum Staat, sind aber Privatinstitute.

sparkassen 547 Kassen, 1333 Filialkassen und 333 Erheber, also zusammen 2213 Stellen[1]) in Tätigkeit. Diese Kassen geben die Überschüsse der Ein- über die Auszahlungen an die staatliche Depositenkasse, eine kolossale Staatsbank, weiter, die dafür in der Hauptsache Staatsfonds kauft. Von den Zinsen, welche sie den Sparkassen gewährt, zahlen letztere ihre Unkosten und den Deponenten die Zinsen. Seit 1853 war der den Sparkassen gezahlte Zins 4%; abzüglich der Verwaltungskosten konnten daher diese die jederzeit zurückziehbaren Einlagen in Paris mit 3,5 %, in den Departements mit 3,75 % verzinsen[2]). Ein Gesetz vom 26. Dezember 1890 erst hat den Zinssatz der Depositenkasse an die Sparkassen auf 3,75 % herabgesetzt und diese den für Einlagen in Paris auf 3,25%, in den Departements auf 3½%. Trotzdem machte die Depositenkasse dabei schlechte Geschäfte, da der Realzins der Rente seit 1891 niedriger war als der von ihr den Sparkassen gewährte. Z. B. 1894 verlor die Depositenbank an 3 Fs. Rente 77 Cent. (3,75—2,98%). Solche Verluste deckt sie aus früheren billigeren Rentenkäufen. Je höher die Renten stiegen, desto mehr wandten sich die kleinen Leute der Depositenkasse zu, wo sie noch immer höhere Zinsen bekamen. Dieser verstärkte Zufluß neuer Gelder aber diente doch nur dazu, die Renten immer noch mehr in die Höhe zu treiben und die Verluste der Depositenkasse zu häufen. Durch die hohen Zinsen verteuert sich aber der Staatskredit für einen ansehnlichen Teil der Nationalschuld und ist damit in Wirklichkeit ungünstiger, als die Kurse der Staatsfonds ihn angeben. Das hohe Depositenmaximum von 2000 Fs. seit 1881 lockte auch Leute aus wohlhabenderen Schichten der Gesellschaft an, die auf diese Weise höhere Zinsen bekamen und keine Verluste erleiden konnten. Die Folge war, daß die Depositeneinlagen gewaltig zunahmen. Vor dem Kriege 1870/71 hatten die Sparkassen bei der Depositenkasse ein Guthaben von 725 Millionen Fs.; hievon waren 200 Millionen Fs. der Staatskasse in laufender

---

[1]) Nach Berichten der Sparkassenverwaltung.

[2]) Die Postsparkasse zahlt 2½%, früher 3%; Maximalguthaben ist 1000 Fs.

Rechnung gegeben; der Rest war in Renten angelegt. Seit Ende 1882, d. h. dem Jahre, in dem die Postsparkasse zu funktionieren anfing, nahm inkl. der Guthaben bei dieser der Saldo der Deponenten von 1802,4 Millionen Fs. auf 4148,9 Millionen Fs. Ende 1895 zu. Dem rapiden Anwachsen des Saldos wollte das Gesetz vom 21. Juli 1895 entgegentreten, welches das Maximalguthaben für Private auf 1500 Fs. herabsetzte [1]) und auf diesen Maximalbetrag auch die Gesamteinlagen in einem Jahre fixierte. Um einer eventuellen Verlegenheit der Staatskasse bei starkem Abströmen von Sparkassengeldern vorzubeugen, wurde bestimmt, daß den Sparkassen das Recht vorbehalten bleiben sollte, die Rückzahlung der Depositen erst nach 14tägiger Kündigung zu leisten. Die Wirkung war zunächst, daß die Kundschaft kleiner Kaufleute, die sich früher in den Sparkassen hatten Konti eröffnen lassen, um nach Bedarf bis auf das fixierte Minimum von 1 Fs. abzuheben, aufgehört hat, die Sparkassen als Banken zu betrachten. Damit ist die Stabilität in den Ein- und Ausgängen gewachsen. Der Zins der Sparkassen wird seit dem Reformgesetz von 1895 jedes Jahr verschieden nach dem Einkommen des Portefeuille der Depositenkasse bestimmt. Vom 1. Januar 1896 ab wurden 3,25 % bezahlt, so daß von den damals existierenden 545 Kassen 502 den Deponenten 3 %, 42 aber 2,75 %, d. h. das gesetzliche Minimum gewähren konnten. 1901 war der Zins an die Deponenten ebenfalls 3 und 2,75 %. Bei Erlaß des Gesetzes wurden Vorsichtsmaßregeln für eventuelle starke Abflüsse von Geldern getroffen und zu diesem Zwecke ein Konto bei der Banque de France errichtet. Ferner wurden vom 11.—31. Juli 1895 für 15,11 Millionen Fs., bis Ende 1895 für insgesamt 58329000 Fs. (zunächst ohne Kursdruck, später bei weichenden Kursen von 102½ am 14. August auf 99,65 Anfang November) Rente verkauft. Diese Vorkehrungen waren unnütz, denn in jener Zeit brachten die sicheren ruhigen Anlagewerte nur 2¾—3 %. Zunächst hat das Gesetz nicht den erwarteten Erfolg gehabt, da nach den Berechnungen der Depositenkasse

[1]) Man kann mehrere Sparkassenbücher pro Familie haben; häufig haben Mann, Frau und Kinder gesonderte Guthaben.

die Zurückziehungen mindestens 700 Millionen Fs. hätten erreichen sollen, während bis Ende 1898 nur 359,368 Millionen zurückgezogen worden waren und der Saldo der Sparkassenguthaben (inkl. Postsparkassen) von 1895—1899 weiterhin zugenommen hatte. Anfang 1901 wurden für ca. 110 Millionen Fs., die noch nicht abgehoben waren, Renten gekauft.

Trotz solcher Reformgesetze kann die Regierung auf die Sparkassengelderverwendung im Interesse des Staatskredites nicht mehr verzichten. Wie ängstlich sie an dem System festhält, beweist die Erklärung des Ministers gelegentlich der Abstimmung über einen Gesetzvorschlag, der für die Sparkassen freiere Anlagemöglichkeiten bringen wollte, aber nicht durchging: „Si l'on permettait à une seule caisse de disposer d'un centime en dehors du placement en rentes sur l'État, il ne pourrait plus répondre du crédit de la France."

Wenn in der Depositenkasse die Eingänge von Geldern in normalen Zeiten größer als ihr Abgang zu sein pflegen, so ist das u. a. auch damit in Zusammenhang zu bringen, daß alle gerichtlichen und administrativen Depositen, Kautionen von Beamten und Lieferanten (am 1. Januar 1896 beliefen sie sich auf 310 Millionen Fs.), Fonds der Ehrenlegion, disponible Gelder von Privaten, Reservefonds von Handelsgesellschaften, verfügbare Fonds öffentlicher Kassen etc. in dieselbe fließen. Ferner waren von dem eigenen Vermögen der Privat- und Kommunalsparkassen von 118½ Millionen Fs. am 31. Dezember 1897 23306000 Fs. in Staatsrenten[1]) und 66258000 Fs. in Kontokorrent bei der Depositenkasse festgelegt. Endlich kauft letztere auch für Rechnung anderer öffentlicher Kassen Renten, z. B. für die Caisse nationale des retraites 1899 für eine Summe von 234881 Fs., für die Caisse d'assurances en cas de décès 1899 für 91926 Fs. Es wäre also irrig, aus dem Abfluß an Sparkassengeldern sofort auf Rentenverkäufe zu schließen. Die Kasse kann gleichzeitig als Käuferin auftreten. Auch die jährlichen Zinsen von über 100 Millionen Fs., welche die Sparkassen beziehen, können zu Rückzahlungen verwendet werden. Mit der raschen Zunahme des Rentenbestandes der Depositenkasse [1]) ist

[1]) Siehe Tabellen 20—22.

auch das Risiko des Staates gewachsen. Die Kasse schuldete am 30. Juni 1901[1]) dem Publikum und öffentlichen Etablissements total 4449 Millionen Fs., davon 3850 Millionen Fs. auf ganz kurze Verfallzeit. Unter den Anlagen waren 2658 Millionen Fs.[1]) französische Staatsfonds nach dem Ankaufspreis berechnet; nach dem damaligen Kursstand der Renten aber waren allein die Anlagen für Rechnung der Sparkassen 800 Millionen Fs. höher zu bewerten. Ferner hatte die Depositenkasse für Darlehen an Kommunen, Departements und öffentliche Anstalten 122 107 000 Fs. ausstehen. 1033 Millionen Fs. waren in nicht genannten Anlagen festgelegt, aber nach früheren Rechenschaftsberichten nur für einen geringen Teil in Eisenbahnobligationen und solchen des Crédit foncier; für den weitaus größten Teil in Annuitäten und Schuldforderungen von der Staatskasse (120—150 Millionen Fs. in laufender Rechnung).

Nach Orientierung über die Grundzüge des Sparkassensystems treten wir der Frage näher: Konnten die Ankäufe der Depositenkasse in einer Rentenmasse von fast 26 Milliarden Fs. nennenswerte Kursveränderungen hervorrufen und welche? In keiner Periode lassen sich die Zusammenhänge des Staatskredits mit dem Sparkassenwesen in all ihren Vorzügen und Nachteilen so deutlich beobachten als in den Jahren 1889—1893.

Der Finanzkrach von 1882 war in seinen Wirkungen noch 1888 fühlbar. In diesem Jahre machte ein erneuter Krach den Kapitalisten mißtrauisch, der infolgedessen von neuem seine Zuflucht zu staatsgarantierten Werten und den Sparkassen nahm. Deren Depositen stiegen in den Jahren 1889 bis 1892 um nicht weniger als 1081,7 Millionen Fs., d. h. viel rapider als in irgend einem anderen Zeitraum der Jahre 1882 bis 1904 (siehe Tabelle 13). Die Depositenkasse konnte dementsprechend seit 1888 dauernd umfangreiche Rentenankäufe am Markte vornehmen. Die Intensität dieser Käufe wurde bestimmend für die Kursgestaltung der Renten in den Jahren 1889—1892. Im Jahre 1889 sind die 3% ewigen Renten um 5 Fs. das Jahr über gestiegen; 1890 um über 7 Fs. (Rekord

[1]) Economiste français, 9. November 1901.

der Jahre 1884—1904!), nämlich von 87,60 auf 94,69; 3%ige amortissable von 92,37 auf 96,55. Zunächst von der Hausse der Jahre 1889 und 1890. Sie wurde hervorgerufen durch die fast täglichen Rentenankäufe der Depositenkasse, die das Jahr über für 349,6 Millionen Fs. Renten dem Markte entnommen hat [1]). Die Wirkungen dieser ungeheuren Rentenabsorption lassen sich am besten mit Rouviers eigenen Worten wiedergeben. Dieser erklärte, der Markt sei so arm an Angeboten von Stocks, daß, um nicht über die Maßen den Preis zu treiben, er gezwungen gewesen sei, einige der Käufe für Lieferung per Ende des Monats zu machen. In den ersten vier Monaten 1890 hatte sich das für Sparkassen anzulegende Kapital auf 79 480 000 Fs. belaufen und nur 59 Millionen Fs. wurden aufgekauft. Wenn, sagte Rouvier, die Staatskasse versucht hätte, täglich mehr aufzukaufen als die Marktlage es erlaubt hätte, so würde sie sich des Vorwurfes einer starken Kurstreiberei schuldig gemacht haben. Das rapide Einströmen von Depositen in die Sparkassen setzte sich fort, indem die Deponenten in der charakterisierten Weise die Differenz zwischen Depositenzins und Realzins der Rente zu ihren Gunsten ausnützten. Die Renten nahmen weiterhin Hausserichtung an. Das Jahr 1891 über stiegen sie allerdings nur von 94,90 auf 95,30, was von den inzwischen eingetretenen internationalen Krisen (Vereinigte Staaten von Nordamerika, Baring, Argentinien), von deren Gegenstoß Frankreich nicht verschont blieb, und von der Anfang 1891 erfolgten Emission von 869 488 000 Fs. Renten herrührt. Dagegen war der Zusammenbruch der Société des Dépôts et Comptes Courants geeignet, den Kleinkapitalisten immer mißtrauischer zu machen, wenn auch eine Panik durch staatliche Intervention mit Hilfe der Banque de France vermieden werden konnte. Dazu kamen die Verluste von Kapitalisten infolge finanzieller Schwierigkeiten verschiedener Staaten, deren Fonds in Frankreich sehr verbreitet waren. Der Rücktritt von einer durch Rothschild in Aussicht gestellten

[1]) Gefördert wurde die Hausse des Jahres 1890 durch die Überführung russischer Guthaben von ca. 40 Millionen Mk. von Berlin nach Paris. Diese Summe wurde teilweise in Renten temporär festgelegt.

3% russischen Anleihe von 500 Millionen Fs. gab den direkten Anstoß zu starken Kursrückgängen. Von Anfang Mai bis 4. Juni wich französische Rente von 95 auf 92,45, Italiener um 3,4 Fs., Portugieser um 16 Fs., Russen um 2,3 Fs., Spanier um 8 Fs. Durch die Absorptionstätigkeit der Depositenkasse hatte sich aber die Rente bis 11. Juni schon wieder auf 95,80 erholt. Trotz dieser Zwischenfälle und trotz der kurzen Unterbrechung der Rentenhausse im Jahre 1891 mußten doch die weiteren Ankäufe der Depositenkasse, die anhaltende Geschäftsstagnation[1]) und die Konzentration der Nachfrage speziell auf Rente ihre weitere Aufwärtsbewegung beschleunigen. Im Jahre 1892 wurde sie der führende Wert an der Pariser Börse. Je mehr sie sich dem Paristande näherte, desto mehr strömten die Kapitalien in die Sparkassen. Hier erhielten die Deponenten immer noch 3½% Zinsen, d. h. 1892 durchschnittlich 0,43% mehr als aus Renten. Dagegen ließen die Rentenankäufe bei den Steuerbeamten mit dem Steigen der Rente (siehe Tabelle 19) seit 1888 nach und betrugen abzüglich der Verkäufe 1892 nur noch 46 Millionen Fs. Im Jahre 1892 wurden die Ankaufsmanöver der öffentlichen Kassen, die sich hauptsächlich auf 3% ewige Rente konzentrierten, vom Finanzminister Rouvier weiterhin fortgeführt. Die Depositenkasse hat für eine Summe von 272772000 Fs. Renten gekauft; damit trat ein Stillstand in den weiteren Ankäufen ein. Es sind also in den letzten 4 Jahren nicht weniger als 1133746000 Fs. Staatsrente aufgekauft worden. Mittels dieser künstlichen Ursachen überschritt am 16. Juni 1892 die 3% ewige Rente, die Anfang 1889 noch 82,60 notiert hatte, den Paristand. Ihr Kapitalisationszins war also 3%; der anderer ebenfalls erstklassiger Werte 3¼—3½%. Der Kursrückgang Mitte Juni 1892 um 2 Fs. war nur eine leichte Reaktion herbeigeführt durch Realisationen; im August

---

[1]) Symptomatisch für die Stagnation der Geschäfte war die äußerst beschränkte Neuzufuhr an Effekten. Inklusive der Konversionen beliefen sich die Emissionen

1889 auf 3786 Millionen Fs.
1890 „ 2516 „ „
1891 „ 2292 „ „
1892 „ 672 „ „ (davon allein 437 Millionen Fs. Konversionen).

war der Paristand schon wieder erreicht. Immerhin kann man aus diesem doch ohne äußeren Anlaß ziemlich bedeutenden Kursfall den starken Spekulationsanteil an den hohen Rentenkursen sehen. Wußten doch die Spekulanten sehr wohl, daß der Staat eine dauernd kräftige Nachfrage nach Renten auf dem Markte entfalten mußte und daher ihr Eingreifen à la hausse gewinnbringend sein werde. Der Person des Finanzministers Rouvier kam ein besonders großer Anteil an der Rentenkursgestaltung in den vergangenen Jahren zu. Der Messager de Paris nannte ihn den „ministre de la rente au pair" und das Journal des Débats den „ministre de la hausse par excellence"[1]). Die Erwartung, die man an seine Person als Finanzminister knüpfte, war durch die Tatsache illustriert, daß, als sein Bleiben als Finanzminister nach dem Fall des Kabinetts Loubet bekannt geworden war, die Rente um 65 Cent. von 99,45 auf 100,10 gestiegen ist. Man war allgemein überzeugt, daß Rouvier möglichst hohe Kurse der 3% Rente angesichts der von 1894 ab möglichen Konversion der 4½% Rente erzielen wollte. Seine vorzeitige Demission wandelte die Hausserichtung der Spekulation in eine Baisse um und die Rente ging um 70 Cent. auf 98,77 (ex d. am 17. Dezember) zurück. Desgleichen unter seinem Nachfolger Tirard, da man sich im Publikum mit den hohen Rentenkursen nicht vertraut gemacht hatte, bis auf 93,52 (am 9. Januar 1893) unter dem Drucke der Panamaaffäre. Die Einsetzung des Ministeriums Ribot besserte die Lage und die Rente hob sich wieder. Aber seit Anfang 1893 wurden fortgesetzt Sparkassengelder zurückgezogen, im Februar in verstärktem Maße. Anfang März übertrafen sie die neuen Einlagen bereits um 103589000 Fs., d. h. 2,7% von dem Ende 1892 bestehenden Gesamtguthaben von 3843 Millionen Fs. Aber das genügte, um die weiteren Rentenankäufe mittels Sparkassengelder zum Stillstande zu bringen und die Bewegung der Rentenkurse zu beeinflussen. Die Depositenkasse mußte nämlich bereits vom 18.—28. Februar 1893, als der Abfluß der Sparkassengelder bedeutenden Umfang angenommen hatte, für 16362000 Fs.

[1]) Raffalovich, le marché financier 1892.

Renten an der Börse verkaufen und ihr Konto bei der Sparkasse verringern. Das Konto dieser bei der Banque de France ist plötzlich auf einen ganz anormalen Saldo gefallen.

Am	22.	Februar	1892	auf	323	Millionen Fs.
„	12.	Januar	1893	„	139	„ „
„	19.	„	1893	„	88	„ „
„	16.	Februar	1893	„	61	„ „
„	23.	„	1893	„	74	„ „

Zweifellos hatte die Staatskasse am Jahresanfang Zahlungen zu leisten; aber der geringe Saldo ist doch eine außerordentliche Erscheinung. Er betrug z. B.

am	26.	Februar	1892	. . . .	310	Millionen Fs.
„	26.	„	1891	. . . .	198	„ „
„	27.	„	1890	. . . .	159	„ „ [1])

war also bedeutend höher als um dieselbe Zeit im Jahre 1893. Zur Beschaffung der nötigen Geldmittel standen nun dem Staate drei Wege offen:

1. Er hätte Renten bei der Banque de France lombardieren können, was bei einem Diskont von 2½ % damals 3½ % Zinsen und andere Unkosten verursacht hätte.

2. Weitere Rentenverkäufe erschienen nicht ratsam. War doch der Markt bereits in starke Mitleidenschaft gezogen durch Verkäufe, die bis Juni fortgesetzt werden mußten und sich in diesen 6 Monaten auf 165,8 Millionen Fs. beliefen. Um den Rentenmarkt möglichst zu schonen, schritt der Staat zum dritten Ausweg.

3. Er begab 55 Millionen Fs. Schatzscheine an die Banque de France [2]). Dadurch ist das Conto avances sur titres, das gleichzeitig bei den Filialen keine nennenswerte Veränderung zeigt, in Paris von 126 Millionen Fs. am 22. Dezember 1892 auf 138 Millionen Fs. am 16. Februar 1893 und auf 155 Millionen Fs. am 23. Februar 1893 angeschwollen.

---

[1]) Economiste français, 4. März 1893.

[2]) Der Staat beabsichtigte damit zugleich die am 1. März 1893 fälligen 29,7 Millionen Fs. Obligations sexennaires heimzuzahlen. Raffalovich, le marché financier 1893.

Obwohl der Staat regelmäßig Rentenverkäufe vorgenommen hat, ist doch im Februar eine natürliche Reaktion gegen die scharfe Baisse von Dezember und Januar 1893 eingetreten. Die Rentenkurse konnten sich wieder auf 98,47 am 16. Februar bessern. Aber bis 13. April 1893 gingen sie erneut auf 95,82 zurück infolge der Vorfälle im Panamaprozeß und der Verkäufe der Depositenkasse. Im Juni 1893 verlor der Markt seine Elastizität durch Einführung der Börsenumsatzsteuer.

Weshalb haben die so unnatürlich rasch getriebenen Kurse den Paristand in den 90er Jahren behaupten können? 1. Die langsame industrielle Entwicklung hat die Entstehung neuer Anlagewerte verhindert, so daß die Kapitalisten sich gegen das Sinken des Zinsfußes nicht genügend verteidigen konnten. Die Börsenwerte, die im Kurse ungünstiger als Renten standen, rückten allmählich deren Realzinsfuß näher und damit sank der landesübliche. 2. Seit 1894, als der Marktdiskont mit 1,63% durchschnittlich den Tiefpunkt des Jahrhunderts erreicht hat, gingen Kapitalisten und Großbanken zur vermehrten Anlage ihrer disponiblen Kapitalien in Staatsrenten über, von denen sie allmählich große Vorräte aufhäuften. 3. Die Depositenkasse begann schon 1894 wieder ihre Absorptionstätigkeit (siehe Tabelle 21) und hat fast fortwährend Renten am Markte aufgekauft, im ganzen von 1894—1899 für eine Summe von 471,28 Millionen Fs. Anderseits hat der französische Staat von 1890—1901 keine neue Anleihe an den Markt gebracht, sondern durch leichte Tilgungen die Anleiheschuld eher vermindert. 4. Durch die ausgezeichnete Klassierung der Rente in Händen von Kapitalisten, welche zum großen Teile an ihrem Besitz zähe festhalten und Kursschwankungen nicht auszunützen verstehen noch beabsichtigen, sind große Rentenbeträge dauernd dem regelmäßigen Handel entzogen.

II. Außer dieser rentenabsorbierenden Zentralstelle sind noch eine ganze Reihe anderer Institute entweder gesetzlich in dieser Richtung tätig oder aber direkt Werkzeuge der jeweiligen Regierung. Ihre Beziehungen zu Finanzmächten sind zahlreich, sei es um Anleihen unterzubringen, die Rentenkurse zu stützen, Spekulationsexzessen zu Ungunsten der Renten

entgegenzutreten, oder den Marktzusammenbruch zu verhindern. Der Crédit foncier ist häufig schon zum Beleihen von Staatsrente herangezogen worden und hat dem Markte große Summen durch Reportieren von Rente zur Verfügung gestellt. Er mußte mehr als einmal Renten ankaufen, wenn der Minister eine Hausse derselben wollte, und trieb häufig Arbitragegeschäfte mit ihnen, um Momentangewinne zu realisieren[1]). Noch wichtiger ist die Vermittlung der Banque de France, deren sich der Staat zwecks Interventionen am Geldmarkte bedient[2]); z. B. 1889 beim Zusammenbruch des Comptoir d'Escompte hat sie auf Initiative des Finanzministers unter Garantie der großen Pariser Banken das Portefeuille des Comptoir d'Escompte übernommen und so eine offene Börsenkrisis mit Rücksicht auf die Rentenkurse verhütet. Auch die Affäre der Banque des Dépôts et Comptes Courants hat sich im Finanzministerium unter persönlicher Einflußnahme des Ministers geregelt[3]). Sogar die Diskontopolitik der Banque de France im Sinne eines möglichst niederen und gleichmäßigen Banksatzes scheint bisweilen mit Rücksicht auf die Regierung gehandhabt zu werden; wenigstens liegt trotz der überhaupt sehr spärlichen Veröffentlichungen über ihre Tätigkeit diese Vermutung sehr nahe. Eine Diskonterhöhung tendiert die

---

[1]) Paul Leroy Beaulieu schrieb am 17. Mai 1890 (Economiste français S. 610) über dessen Stellung zum Staate: „Le Crédit foncier est une institution gouvernementale dans la main de ministères exigeants, assez besogneux changeants; en un mot il est devenu pour le gouvernement une bonne à tout faire. Des subordonnés du ministère des finances qui se réconfortent d'un de ses sourils et s'attristent d'un de ses froncements de sourcil; voilà ce que sont les gouverneurs du Crédit foncier." Interessant hierzu ist auch die Kammerrede Rouviers vom 20. Dezember 1892. „J'ai eu l'honneur d'être chef du gouvernement à une époque difficile et je n'ai pas trové dans les caisses les ressources suffisantes pour faire face à certaines difficultés de l'Etat. On paraît apprendre pour la première fois qu'en pareil cas on est heureux d'avoir parmi les financiers des amis qui puissent vous venir en aide".

[2]) Seit 7. November 1897 muß sie dem Staate 40 Millionen Fs. zinsfrei zur Verfügung stellen. Diese Summe wird zum Reportieren von französischer Rente benützt. Über die Mitwirkung der Banque de France bei Staatsemissionen vgl. Kapitel VII.

[3]) Clément Juglar, Société d'Economie politique, 5. Januar 1892.

Kurse der festverzinslichen Werte allgemein zu drücken, denn sie macht andere Anlagearten rentabler und damit anziehender. Bei der starken Verbreitung der Renten im Volke und dem Begebungssystem durch Steuerbeamte hat die Regierung politisches Interesse und, wie sie glaubt, moralische Verpflichtung, die Rentenkurse möglichst gleichmäßig zu halten, um die Sympathie der vielen kleinen und kleinsten Kapitalisten sich nicht zu verscherzen.

Als Beleg diene die internationale Geldmarktgestaltung der Jahre 1897—1899. In Frankreich waren 1897 und 1898 die Neuemissionen noch nicht zahlreich und die Ansprüche von Handel und Industrie in engen Grenzen. In London und besonders in Berlin hatte der lebhafte Aufschwung Zinsfußspannungen zur Folge, die auch auf die französischen Zinssätze sich fortpflanzten. Herbst 1897 trat eine internationale Geldverteuerung hervor, deren goldentziehenden Wirkungen die Banque de France durch ihre Goldprämienpolitik entgegenzutreten suchte. Diese ermöglichte der Bank, den Diskontsatz von 2%, an dem sie seit 1894 hatte festhalten können, aufrecht zu erhalten. Ebenso im Frühjahr 1898, als die höher gewordenen internationalen Diskontsätze und die Frankreich ungünstigen Wechselkurse einen Goldexport zur Folge hatten, der selbst durch Prämien bis 6½ ‰ nicht völlig gehemmt werden konnte. Mit dem Anziehen der internationalen Diskontsätze versteiften sich auch die französischen im Oktober, November und Dezember 1898 auf durchschnittlich 2,269%, 2,952% und 3%. Denn die französischen Banken nützten die immerhin erheblichen Unterschiede zwischen den ausländischen und französischen Zinssätzen durch Verleihen von Kapitalien aus. Angesichts dieser allgemeinen Zinsveränderungen mußte die Banque de France den offiziellen Satz von 2% auf 3% erhöhen, um dem weiteren Goldabfluß, der von Mitte Oktober 1897 bis Mitte Oktober 1898 155 Millionen Fs. betragen hatte, vorzubeugen; ihr Metallbestand jedoch hatte sich gleichzeitig bei den geringfügigen Ansprüchen im Innern nicht verringert[1]). Ein offizieller Satz von 2% aber 4 Jahre

[1]) Laut Jahresbericht der Banque de France.

hindurch ist in der Gegenwart ein deutliches Zeichen der Stagnation des Wirtschaftslebens und ein ausschlaggebender Faktor für die Stabilität der Rentenkurse. Unter dem Eindruck der höheren Diskontsätze gingen diese von 103,60 am 25. August 1898 auf 101,62 am 17. November zurück und schlossen das Jahr zu 101,95, d. h. 2,3 Fs. niedriger als Anfang März. Gleichzeitig hatten die Industrie- und Bankaktien 1898 dank der dauernden Nachfrage aus dem Publikum recht erhebliche Fortschritte gemacht und in der zweiten Hälfte des Jahres entwickelte sich allmählich eine industrielle Lebhaftigkeit[1]), aus der im folgenden Jahre eine reichere Emissionstätigkeit erwuchs. Von den Gesamtemissionen mit 982,4 Millionen Fs. entfielen ca. 19% auf Aktien, die zunächst in die Portefeuilles der Banken übergingen und von da allmählich an die Kapitalisten mit einer Rentabilität von zum Teil 3 und 2½%, also zu übertrieben hohen Preisen. Zwar ging nunmehr die Tendenz zur Steigerung des Zinsfußes auch vom Innern aus; das Notendeckungsverhältnis der Banque de France fiel auf 62% (seit 1890 das niedrigste); die Wechselanlagen nahmen um 194 Millionen Fs. gegen das Vorjahr zu und erreichten die Höhe von 1200 Millionen Fs. Dessenungeachtet blieb die Konstellation auf dem internationalen Geldmarkte bestimmend für die Geldsätze im Innern. Vom 21. September bis 2. November 1899 wurden der Banque de France weitere 288 Millionen Fs. Gold entzogen; Ende des Jahres war infolgedessen die Goldprämie schon wieder auf 6½‰. Auch diesmal nur zögernd folgte die Bank den übrigen Notenbanken. Die Regierung schien sie im Sinne einer Aufrechterhaltung des Banksatzes von 3% im Interesse der Rentenkurse beeinflußt zu haben. Wenigstens schreibt der „Moniteur des intérêts matériels“ vom Dezember 1899: „On dit couramment en Bourse que le ministre des finances à l'instigation sans doute des grands politiciens avait fait le possible auprès du conseil de régence pour que le taux de l'escompte restât immuable malgré la chèrté de l'argent à Londres.“ Ende 1899 gingen

[1]) Bestellungen für Heer und Marine, Weltausstellung und Eisenbahngesellschaften.

die russische und deutsche Reichsbank mit ihrem Diskontsatz bis auf 7%, die Bank von England auf 6%. Bezeichnend für das Streben einer möglichst großen Stabilität des Diskontsatzes in Frankreich ist die Motivierung der bei solch veränderter Geldmarktkonstellation nötig gewordenen Diskonterhöhung von 3% auf 3½ und 4%: „Devant un si pressant appel du dehors adressé d'une manière aussi continuée aux capitaux français et à notre numéraire nous avions le devoir de relever notre taux. Nous avons réussi à le maintenir à 3% pendant la plus grande partie de l'année et même après une hausse importante de l'escompte sur toutes les grandes places du monde; mais nous aurions manqué à la plus élémentaire prévoyance si en présence du besoin en dehors et de la tension des changes, qui commençaient à se manifester, nous n'avions pas pris souci de notre encaisse; après un relèvement de ½% qui n'eut qu'un effet très passager, nous dûmes nous résoudre à prendre une mesure plus efficace en procédant à une hausse de 1%." Dies geschah im Dezember 1899. Der Marktdiskont hatte sich von Januar bis September nahe am Bankdiskont gehalten und diesen im Oktober erreicht; er stellte sich, der Erhöhung des Bankdiskontes folgend, im Dezember auf 3,672% durchschnittlich.

Welches war unter dem Einflusse dieser Diskontveränderungen die Kursgestaltung der festen Werte? Infolge stetigen Kursrückganges ist ihr Realzins (nach Durchschnittsnotierungen von 11 Werten der beliebtesten Art) auf 3,21% gestiegen. In den Börsenberichten von 1899 wird von einer dauernden Leblosigkeit der Renten gesprochen; ihre Kurse sind um 2,15 Fs. das Jahr über gewichen; in Tabelle 42 aufgeführte 24 Werte dagegen um 4,23 Fs. durchschnittlich. Daher die Anomalie, daß 3% Renten zu hoch notierten. Auch seit den höchsten Kursen von 1897 war deren Baisse weniger stark als die anderer Effekten; Eisenbahnobligationen waren seit August d. J. um 7,6 Fs. im Durchschnitt, Renten nur um 5¾ Fs. gefallen. Eine mit gleicher Garantie wie Renten ausgestattete Kolonialanleihe, nämlich die Tonkinanleihe, notierte Anfang 1899 88 (2,85% Verzinsung; die der Renten 2,97%). Sie gab während des Jahres dauernd nach und wurde Ende

1899 mit einem Realzins von 3,16% im Gegensatz zum Beginn des Jahres billiger als Rente. Welche Gründe erklären diese abweichende Kursgestaltung der Rente? Die Antwort ist zugleich ein Beleg für den Einfluß der Sparkassengelder auf die Rentenkurse in Zeiten anziehender Zinssätze. Ihre Kurse wurden bei sehr beschränkten Umsätzen dauernd durch öffentliche Kassen gestützt und damit zu teuer für einen Teil der anlagesuchenden Kapitalisten. Zwar standen die Käufe der Depositenkasse im Betrage von 109,9 Millionen Fs. in keinem Verhältnis zu der Höhe der Rentenschuld, aber sie haben doch durch fortwährende Absorption von flottierendem Material einer anhaltenden Baissespekulation entgegengewirkt, da deren Pläne durch unerwartete Käufe öffentlicher Kassen hätten durchkreuzt werden können. Außerdem ist die Rente ausgezeichnet klassiert[1]) und insofern weniger Realisationen in Zeiten steigenden Zinsfußes ausgesetzt. Über 3 Milliarden Fs. (nach den Ankaufskosten berechnet) lagen damals in der Depositenkasse und waren also dem Verkehr entzogen; desgleichen ein großer Teil der 6 Milliarden Fs. Staatsrente, welche in Depot bei der Banque de France lag. Endlich konzentrierte sich bei der ab 1902 möglichen Konversion[2]) der 3½% Rente das Interesse auf 3% ewige und 3% amortissable Rente, also auf einen bedeutend kleineren Teil der zirkulierenden Rentenmasse. Mithin handelte es sich in der Hauptsache um Rentenverkäufe solcher Leute, die Industrieaktien kauften, um Verkäufe von Spekulanten und Realisationen temporär in Renten angelegter Gelder. Einen Teil dieser aufzunehmen, war die Aufgabe der Depositenkasse, die den Rentenkurs zu stützen vermocht hat. Zweimal im Jahre 1899 stand die 3%ige unter pari, nämlich im Juli, als man die Börse durch Politik zu beeinflussen suchte und eine Baisse der 3%igen von 101 am 20. Juli auf 100,82 am 25. Juli, auf 100,25 am 26. Juli und auf 99,50 am 27. Juli hervorrief. Dann wurde sie wieder auf ca. pari gehoben und hielt sich so bis Ende 1899, wo die Geldversteifung sie auf das niedrigste Niveau des Jahres mit 99,05 am 21. Dezember herabdrückte.

[1]) Siehe Kapitel VIII.

[2]) Die 3½% Rente war seit März 1899 völlig konversionsreif.

Wir hielten es für angebracht, die Diskontopolitik der Banque de France im Zusammenhange mit der später erfolgten Interventionstätigkeit der Depositenkasse zu betrachten, um ein deutlicheres Bild von der Rentenkursentwicklung der Jahre 1897—1899 geben zu können, zumal immer wieder von den verschiedensten Seiten auf ihre stabile Haltung im Gegensatze zu deutschen Staatsfonds ohne nähere Begründung hingewiesen wird.

Neben diesen Beziehungen des Staates zu Finanzmächten sind auch die staatlichem Zwang unterliegenden Rentenanlagen des Aktienkapitals oder der Fonds größerer Institute mitbestimmend für die Rentenkurse. Der Crédit foncier z. B. hat einen statutarischen Besitz von 50 Millionen Fs. Staatsrente. Ferner bestimmt Artikel 76 seiner Statuten, daß Fonds, die aus der Emission von Pfandbriefen herrühren, bis zu ihrer definitiven Verwendung in französischer Rente oder anderen absolut sicheren Titres angelegt werden sollen. Außerdem erhöht er die Liquidität der Staatskasse durch Abgabe von $^1/_4$ seiner Depositen in Kontokorrent. Die Banque de France hat einen festen Rentenbesitz von 100 Millionen Fs. Etwa 13 Millionen Fs. Reserven, sowie der größte Teil der Kautionen ihres Personals sind ebenfalls in Renten angelegt. Viele Aktiengesellschaften übergeben ihre Reservefonds resp. laufenden Fonds der Depositenkasse, welche sie dem Staatskredite nutzbar macht. Für Versicherungsgesellschaften sieht Artikel 5 des Gesetzes vom 22. Januar 1868 vor, daß ihre Fonds mit Ausnahme der für die Bedürfnisse des laufenden Dienstes nötigen Summen nur zu Immobiliarerwerb, Ankauf von Staatsrenten, Bons du Trésor oder anderen staatsgarantierten Werten verwendet werden dürfen. Nach einem 1896 im „Argus", dem internationalen Versicherungsorgan [1]), erschienenen Artikel sind in 17 französischen Hauptversicherungsgesellschaften 1525 $^1/_2$ Millionen Fs. so angelegt, davon 300 573 000 Fs. in Renten und 552 349 000 Fs. in staatsgarantierten französischen Werten (besonders Eisenbahnobligationen). Dabei vermehrt sich das Portefeuille der Versicherungsgesellschaften fortwährend

[1]) Zitiert nach Economiste français, 5. Dezember 1896.

und die Rückzahlungen der Eisenbahnobligationen nehmen immer größeren Umfang an; die Konzentration der Anlage in Staatsrente schreitet fort.

III. Die Vorzüge einer natürlichen Kursbesserung durch kräftige Amortisation kommen dem französischen Staatskredite nicht zu statten. Seit 1871 hat die Amortisation in Frankreich vorwiegend auf dem Prinzipe der freien Tilgung beruht, aber fast keine Rolle gespielt. Gewöhnlich fehlten die Mittel zur Tilgung, die daher mehr oder weniger Taschenspielerei war. Auf der einen Seite wurde getilgt, auf der anderen die schwebende Schuld vermehrt. Von 1870—1898 war nur in 4 Jahren die Tilgung aufrichtig gewesen, denn nur in diesen 4 Jahren war ein Überschuß der Amortisationssummen über die neuen Schuldaufnahmen eingetreten[1]). Diese Scheintilgungen dienten so häufig nur dazu, das Volk über das rasche und abgesehen von den letzten Jahren stetige Anwachsen der Staatsschuld zu beruhigen. Wenn Rouvier in seinem Budgetvoranschlag pro 1904 1 100 000 Fs. für Rentenrückkauf eingestellt hat, so geschah dies nur, um die Amortisation dem Namen nach aufrecht zu erhalten. 1900 z. B. war ein Amortisationsvorschlag von Cailloux durchgegangen, der aber zwei Jahre später schon wieder von seinem Nachfolger beseitigt wurde. Auch mit Hilfe der amortissablen Rente ließ sich keine wirksame Tilgung der Staatsschuld durchführen[2]).

IV. Der Kreis der mündelsicheren Werte ist in Frankreich gesetzlich sehr beschränkt. Die kräftige und dauernde Nachfrage der betreffenden Interessenten konzentriert sich auf Renten und Eisenbahnobligationen. Privathypotheken sind wegen der schlechten Hypothekengesetzgebung und der Unbequemlichkeit als Anlagen für Private nicht beliebt. Die Obligationen des Crédit foncier bringen durch ihre Verbindung mit Prämien eine ausnahmsweise niedrige Verzinsung; Kolonialfonds und Aktien der Banque de France sind quantitativ unbedeutend, haben einen engen Markt und sind größeren Kursschwankungen ausgesetzt.

---

[1]) Laut einer von Raffalovich, le marché financier 1900—1901 veröffentlichten Tabelle.

[2]) Für Verzinsung und Tilgung waren seinerzeit 5% ausgeworfen worden.

Wir haben hier ein ganzes System staatlicher Fürsorge für Staatsrenten wiederzugeben versucht. Neben den Verkehrserleichterungen tendieren die vielen Bevorzugungen der Staatsrente, ihren Realzins gegenüber dem der übrigen Marktwerte zu ermäßigen, ja mitunter zu fälschen, so daß die Rentenkurse bisweilen nicht den Normalzins des Landes angeben. Dieser war z. B. Oktober 1894 3½%, berechnet nach der Durchschnittsrentabilität guter Qualitätsanlagen; der Realzins der Rente war 2,94%. Es wäre jedoch verfehlt, den ganzen Unterschied auf staatliche Interventionen zurückzuführen; auch ohne sie würde ein Unterschied des Realzinses zwischen Rente und Marktwerten bestehen. Treffend hat Raffalovich in der Société d'Economie politique (5. Januar 1892) dieses System beurteilt: „Wir leben unter einem System forcierter Kapitalzufuhr zur öffentlichen Schuld . . . . . ; mit diesem System maßt man sich an, dem Staatskredit zu dienen (théorie du remorquage des rentes); man erweist ihm aber damit den schlechtesten Dienst, indem man ihn übertreibt. Ein solches System fälscht den Kapitalisationszins im allgemeinen und setzt den Staat den größten Verlegenheiten im Falle einer allgemeinen Krisis aus."

B. England.

I. Eine ähnliche Verbindung von Sparkassenwesen und Staatskredit wie in Frankreich besteht in England. Im Vereinigten Königreich existieren zwei Arten von Sparkassen größerer Ausdehnung nebeneinander. Die Kassen leiten die Überschüsse der Ein- über die Ausgänge über eine bestimmte Kassareserve hinaus an die Staatsschuldkommissäre weiter [1]), die dafür Konsols am Markte kaufen. Es ist also nicht wie in Frankreich der einzelne Sparkassendeponent Besitzer von Staatsrente, sondern der Staat selbst. Dieser nimmt dem kleinen Manne das Risiko der eigenen Anlage ab und sichert ihn gewissermaßen gegen Kursverlust, indem er ihm einen festen Zinsengenuß für seine Einlagen garantiert. Die älteren,

[1]) Für die Solvenz der Kassen haftet jedoch die Regierung nicht. Ihre Verantwortlichkeit hört mit der Auszahlung der jeweilig verlangten Summen auf.

seit 1817 mit dem Staatskredit in Zusammenhang gebrachten Trusteesparkassen[1]) mit 245 Stellen und 1,6 Millionen Konten im Jahre 1895 werden immer mehr verdrängt durch die 1861 ins Leben gerufene Postsparkasse mit 10519 Filialen und 5452000 Konten im Jahre 1892[2]). Die Postsparkasse hat den für ihre Entwicklung so überaus natürlichen Vorteil, daß sie durch ihre über das ganze Land zerstreuten Postagenturen den Ersparnissen gleich bei ihrem Entstehen die bestimmte Richtung geben kann. Die Geschäfte der Trusteesparkassen, welche sich einer ausnahmsweise günstigen Behandlung durch den Staat erfreuen und infolgedessen höhere Depositenzinsen als die Postsparkasse gewähren können, haben sich kaum entwickelt. Die Depositen in den Postsparkassen haben parallel deren sonstigen Entwicklung von 53974000 £ im Jahre 1887 auf 140393000 £ im Jahre 1901[3]) zugenommen, die in den Trusteesparkassen aber nur von 47261000 £ auf 51965000 £[3]) in derselben Zeit. Die Totaldepositen in den zwei Arten von Sparkassen beliefen sich Ende 1902 auf die enorme Summe von ca. 200 Millionen £ oder über 4 Milliarden Mk. Sie haben sich damit in den letzten 40 Jahren, also in ziemlich kurzer Zeit verfünffacht. Die Zunahme erfolgte ohne Unterbrechung. Trotz dieses gewaltigen Risikos des Staates hält er so gut wie keine Reserven; 1887 z. B. nur ½ % der Depositen. Bei größerem Abfluß von Sparkassengeldern muß er somit fast momentan zu Geldbeschaffungen resp. Konsolverkäufen schreiten. Die Gründe der rapiden Zunahme der Guthaben liegen wie in Frankreich im hohen Depositenmaximum und in den lange Zeit auf Kosten der Steuerzahler den Deponenten vergüteten zu hohen Zinsen. Erst noch am 21. Dezember 1893 war nämlich unter Sir William Harcourt das Maximum der jährlichen Einlagen von 30 auf 50 £ erhöht worden[4]); der Maximalbetrag des Guthabens war aber

---

[1]) Gehören nicht Gemeinden, sondern sind meist von Trustees, d. h. Vertrauensmännern geleitet.

[2]) (1901 8¾ Millionen Conti.) In diesem Jahre kamen auf 100 Köpfe der Bevölkerung 21 Conti in der Postsparkasse.

[3]) Siehe Tabelle 25.

[4]) Auf Grund dieses Gesetzes haben 1893 35000 Personen, 1894

damals im allgemeinen unverändert geblieben. Eine Person kann also zur Zeit nicht mehr als 50 £ auf einmal und 150 £ überhaupt einzahlen. Hat sich ein Guthaben durch Zinszuwachs auf 200 £ erhöht, so werden keine Zinsen mehr bezahlt. Das tatsächliche Maximum ist also 200 £. Die Regierung hat mit diesem Gesetz ihr Risiko zu Gunsten einer Volksklasse, für welche die Sparkassen nicht bestimmt sind, noch vergrößert.

Wie in Frankreich hat auch in England der Staat sich hinreißen lassen, den Sparkassen höhere Zinsen zu vergüten, als er selbst aus den Anlagen zog, so daß diese weit höhere Zinsen als Banken zahlen konnten. Im Jahre 1861 z. B. war der Zins an die Trusteesparkassen mit 3¼% viel höher als der Realzins der Konsols. Wegen der jährlichen Defizits wurde von 1877 an der Zins der Sparkassen auf 3%, der Deponenten auf 2¾%, von 1888 an auf 2¾% resp. 2½% ermäßigt. Trotz dieser Reformen haben von 1876—1901 die Trusteesparkassen der Staatskasse 503615 £ gekostet und nur viermal einen Überschuß gehabt. Für ihre Defizits wird, so berichtete der „Economist" vom 14. April 1888, jährlich im Budget eine Annuität von 83000 £ eingestellt, d. h. das Volk wird besteuert, um Defizits im Sparkassenbetrieb auszugleichen. In der Bilanz von 1902 war das Defizit der Aktiva gegenüber den Verbindlichkeiten 5945000 £. Der von der Postsparkasse den Deponenten gezahlte Zins ist 1861 auf 2½% festgesetzt worden, tatsächlich aber nur 2. 7. 8 £ im Durchschnitt, da für den laufenden Monat keine Zinsen vergütet werden. Zu diesen wirklichen Depositenzinsen kommen noch 9 sh 11½ p. Verwaltungskosten, so daß mindestens 2. 17. 7½ £ [1]) aus 100 £ anvertrautem Kapital gezogen werden müssen. Das Einkommen des Staates aus der Konsolanlage fiel aber mit dem Steigen der Konsols 1877 auf 3. 7. 5 £, 1890 auf 2. 18. 6 und 1901 auf 2. 15. 2, also unter die vom Staate

---

sogar 48500 eine einmalige Einzahlung von je 50 £ gemacht. Das seitdem erfolgte rapide Anwachsen der Depositen vergleiche man auf Tabelle 25. Von 1891—1899 ist das durchschnittliche Depositum von 13.19.0 auf 16.3.5 gestiegen.

[1]) Nach dem National Debt Return von 1891.

den Sparkassen gezahlten Zinsen. 1896—1897 waren zum ersten Male die Rentenbezüge ungenügend zur Bestreitung der Depositenzinsen inkl. der Verwaltungskosten. 1896—1897 war das Defizit 3791 £; 1901 aber 181 000 £. Ende 1903 blieben die Aktiva der Postsparkasse (nach dem Tageskurs der Konsols berechnet) um 11 033 000 £ hinter den Passiva zurück, während noch 1896 gerade das Umgekehrte der Fall war. Für die Deponenten bedeuten also ähnlich wie in Frankreich Sparkasseneinlagen höheres Einkommen, festen Zinsengenuß und Abwälzen etwaiger Kursverluste auf den Staat.

Unwichtig, aber immerhin erwähnenswert ist die Vermittlungstätigkeit der Sparkassen bei An- und Verkäufen von Regierungsstocks auf Wunsch der Deponenten bis zu 500 £. Wenn die Konsolkurse niedrig sind, pflegen diese Anlagen zuzunehmen, da sie vorteilhafter als Depositeneinlagen werden. Im Jahre 1900 z. B. wurden bei stark gewichenen Konsolkursen im ganzen 2 830 513 £ investiert gegen 1 770 170 £ im Jahre 1899. Sind besser rentable Anlagemöglichkeiten vorhanden, so fallen die Konsolanlagen der Deponenten; z. B. 1901 sind die Anlagen von 3 192 154 £ auf 2 694 447 £ zurückgegangen, die Verkäufe aber gleichzeitig von 761 629 £ auf 1 054 193 £ gestiegen. Die Gesamtanlagen in Konsols betrugen 1895 für Post- und Trusteesparkassen 8 279 000 £.

Auch hier sind, wie in Frankreich, schon viele Reformvorschläge gemacht worden, um dem Anwachsen der Guthaben zu steuern. Die Forderung einer Erweiterung der Anlagen, wie sie die Sparkassen selbst wünschen, würde wenig nützen; man müßte da zu weniger leicht realisierbaren Werten übergehen und, um die frühere Liquidität aufrecht zu erhalten, eine große Barreserve dauernd einsetzen. Diese aber würde das Mehreinkommen aus den Werten ganz oder teilweise verschlingen; ebenso die allmähliche Höherbewertung der in Frage kommenden Effekten durch das Publikum. Mehr für sich hat der Vorschlag von Hicks Beach, wie in Frankreich den Depositenzins dem jeweiligen Einkommen des Portefeuille entsprechend zu ändern, da so Kapitalien je nach den Verhältnissen angezogen oder abgestoßen werden können. Noch mehr Vorzüge hätte eine Reduktion des Depositenmaximums,

um das Risiko des Staates zu beschränken. Jedenfalls wird der Staat schon wegen des geringen Zinsfußabstandes und der großen Verlustaussichten bei Verwaltung von Sparkassengeldern sich über kurz oder lang zu einer Änderung des jetzigen Systems entschließen müssen [1]).

Neben diesen Sparkassengeldern werden auch die Fonds des obersten Gerichtshofes zu Gunsten des Staatskredits herangezogen. Dieser oberste Gerichtshof ist eine Art Depositenkasse für eine große Anzahl Gerichts-, Erbschafts- und Pupillengelder und übergibt die nicht für die laufende Nachfrage nötigen Summen den Kommissären der Nationalschuld zur Anlage in Regierungsstocks. Die Stellung des Paymaster General des obersten Gerichtshofes entspricht der eines Broker, die der Kommissäre der von Jobbers. Die Guthaben im obersten Gerichtshof, in dem die Eingänge die Ausgänge gewöhnlich übersteigen, sind stetig gewachsen. 1883 z. B. waren den Gläubigern mehr als 61 Millionen £ kreditiert.

Aus diesen Kapitalien setzt sich in der Hauptsache der riesige Depositenbesitz der englischen Regierung zusammen, die in ihrer Art das größte Bankinstitut des Vereinigten Königreichs ist. Wie dieser Regierungsbesitz am 31. März 1904 angelegt war, gibt nachfolgende Tabelle [2]) wieder:

	Ausstehender Gesamtbetrag:	in £ Regierungsbesitz:
2 ½ % Consols . . .	588 361 592	„ „ 152 725 710
2 ¾ „ „ 1905 .	4 463 291	„ „ 1 019 635
2 ½ „ „ . . .	31 162 566	„ „ 13 239 068
Kriegsanleihe . . .	30 000 000	„ „ 1 431 475
	653 987 449	in £ 168 415 888
Exchequer Bonds und Treasury Bills . .	49 633 000	2 432 800
Geschätzter Kapitalwert der Zeitannuitäten		37 819 074
		£ 208 667 762

[1]) Ende 1890 z. B. hielt die Staatsschuldkommission für die Postsparkasse 50 Millionen £ nominal 2 ¾ % und 2 ½ % Consols und Local Loan Stocks in Händen. Der gegen das Vorjahr nur um 1 % geringere Durchschnittskurs machte schon einen Wertunterschied von 500 000 £ aus.

[2]) Zusammengestellt nach Angaben des Economist vom 31. März 1904.

Die Regierung hatte also, selbst nachdem der Konsolumlauf durch den Burenkrieg sehr stark vermehrt worden war, mehr als 1/4 der fundierten Schuld in Händen.

II. Die enormen Konsolanlagen großer englischer Finanzinstitute beruhen nicht auf staatlichem Zwang, sondern auf freiem Willen der betreffenden Institute. Sie fallen also nicht in den Rahmen dieses Kapitels. Einen größeren Konsolbestand muß die Bank von England haben. Nach dem Gesetz von 1884 hat sie die Pflicht, ihre Noten bis zum Betrage von 14 Millionen £ durch Staatsschuldverschreibungen zu decken. In ihrer Bilanz von Ende 1903 z. B. figurierten 18450000 £ Staatsschuldverschreibungen. Darunter waren jedoch über 11 Millionen £ Buchschulden des Staats. Nur der Rest von ca. 7,4 Millionen £ war in Wertpapieren des Staates festgelegt. Auch die in ihrem Geschäftsbetrieb aufgebrachten Fonds legt die Bank zum Teil in den leicht realisierbaren Regierungssicherheiten an.

III. Der Konsolbesitz der Regierung ist zugleich die Grundlage des auf Amortisation und Konversion basierenden Tilgungssystems, das in engem Anschluß an das Sparkassenwesen entwickelt worden ist und nirgends sonst in Europa so erfolgreich funktioniert. Es ist für uns von besonderem Interesse wegen seiner Bedeutung für den Staatskredit. Wir unterscheiden fünf Tilgungsarten:

1. Umwandlung von privatem Konsolbesitz in Zeit- und Leibrenten.

Im Jahre 1808 wurde ein System geschaffen, um einen Teil der in privatem Besitze befindlichen ewigen Schuld durch Gewährung einer Anzahl fester Annuitäten oder solcher auf Lebenszeit in eine zeitlich beschränkte umzuwandeln. Die Annuität, Zinsen und einen Zuschußbetrag umfassend, ist von solcher Höhe, daß, wenn auf dem Markte Konsols gekauft werden, dieser Betrag auf Zinseszinsen angelegt, entweder in der vorher fixierten Zeitdauer (Zeitrente) oder aber in der vermutlichen Lebensdauer des Staatsgläubigers (Leibrente) den ursprünglich umgewandelten Betrag wiederersetzt. Da mit der letzten Zahlung die Schuld des Staates erlischt, kommt das Annuitätensystem einer Tilgung gleich. Die Last des

Dienstes der Staatsschuld wächst also temporär an und am Ende einer gewissen Periode verschwindet ein Teil derselben. Gleichzeitig mit der Umwandlung wird eine bestimmte Summe Konsols dem Verkehr in Staatsfonds entzogen und in eine nicht marktfähige Form gebracht. Von 1808—1890 wurden insgesamt 76,41 Millionen £, also ein ziemlich bedeutender Betrag, dem Verkehr auf diese Weise entzogen. Die Zeit- und Leibrenten stellten aber nie eine beliebte Anlageform für Privatleute dar. (Sie eignen sich mehr für Fideikommisse und Versicherungsgesellschaften.) Einmal fehlt dem kleinen Mann das nötige Verständnis hiefür, dann aber sind Kursgewinne ausgeschlossen und die Annuitäten nicht marktfähig. Diese Besitzform hat die Tendenz, die Konsolkurse zu steigern, aber derjenige, welcher Leib- und Zeitrenten besitzt, trägt wohl zu der Hausse bei, hat aber selbst keinen Vorteil davon. Als Konsolbesitzer jedoch kann er seine Titres mit Gewinn weiterveräußern. Schließlich wird in England der Besitzer nicht nur für die Zinsen, sondern für die ganze Annuität und folglich im Laufe der Zeit für das ganze Kapital durch die Einkommensteuer getroffen, die in England auf dem Einkommen als solchem basiert ist. Weit vorteilhafter ist das Annuitätensystem für einen Teil der Fonds gewisser Finanzinstitute (Versicherungsgesellschaften), Sparkassen etc. Wir kommen hiermit zu einer anderen Tilgungsart.

2. Umwandlung von Konsolbeständen öffentlicher Verwaltungen in Zeitannuitäten zwecks Tilgung.

Die erfolgreiche Durchführung dieses genialen Planes, der durch Gladstone seit 1863 verwirklicht wurde, ist erst durch die bedeutenden Konsolbestände der Regierungskassen im Betrage von 171 276 000 £ z. B. Ende März 1896 ermöglicht worden. In 20 Jahren, nämlich von 1863—1883, wurden laut Tabelle 28 allmählich 118 242 000 £ von Beständen der öffentlichen Kassen für Rechnung der Sparkassen und des obersten Gerichtshofes in Annuitäten umgewandelt. In einem einzigen Jahre, 1899—1900, hat sich die fundierte Schuld um 30 579 000 £ vermindert und an ihrer Stelle wurden neue Zeitrenten geschaffen. Die Regierung kreditiert die von ihr zu zahlenden jährlichen Summen den Sparkassen resp. dem Gerichtshofe und

kauft für die Beträge, welche die laufenden Bedürfnisse (d. h. eventuelle Abflüsse von Sparkassengeldern und Zinsen) überschreiten, sofort wieder Konsols am Markte. Somit wird zwar das Risiko des Staates durch die Sparkassengelderverwendung nicht gemindert, dafür aber schreitet die Amortisation unaufhaltsam voran. Diese Kombination beeinflußt die Kurse in doppelter Art:

1. wird das allgemeine Vertrauen in die Finanzführung des Staates ungemein gestärkt. Der Staatskredit bessert sich und wird elastischer.
2. Die staatliche Nachfrage nach Konsols wirkt infolge der Verwendung der Annuitäten zu Neuanlagen in Konsols kurserhöhend; nicht aber die in Annuitäten umgewandelten Konsols, denn diese werden doch dem Portefeuille der Regierung und nicht dem Markte entnommen. Nach Ablauf der Zeitannuität wird das ursprünglich umgewandelte und getilgte Kapital wieder durch allmähliche Konsolankäufe ersetzt sein.

In einer solchen versteckten Art der Amortisation, die Childers im Gegensatz zu allen anderen Methoden der Schuldtilgung für allein erfolgreich erklärt hat, liegen in der Tat große Vorteile [1]). Das System ist auf die Dauer wirksamer als die bestkombinierten Amortisationskassen. Der Hauptvorzug besteht wohl darin, daß die Amortisationsfrage der jährlichen Votierung des Parlamentes entzogen ist und so für eine Reihe von Jahren die regelmäßige Tilgung einer gewaltigen Summe von Konsols gesichert wird, während freie Tilgung so oft keine Tilgung bedeutet. Die Tilgungsfrage ist also allen Angriffen entrückt; auch an die Öffentlichkeit dringt wenig von dem ganz im Stillen sich fortentwickelnden Amortisationsspiel. Dieser wird daher keine Gelegenheit zu einer „Meinung“ ge-

[1]) Treffend urteilt hierüber Sidney Buxton S. 33 in Finance and Politics 1888: A system which, while other plans had been tried and had failed, had, up to a short time since, alone been left inviolate. No Chancellor of the Exchequer before the year 1885 had ever ventured to propose the suspension of the terminable annuities. This inviolability maintained by precedent and tradition had given to the system of terminable annuities its chief force and its chief advantage.

geben und die Volksvertreter brauchen sich nicht vor ihren Wählern zu fürchten. Da Publikum und Parlament gewöhnlich nicht dauernd größere Summen für Amortisationszwecke anstandslos zu verwenden geneigt sind, werden sie eben auf geschickte Art im allgemeinen Interesse über den Kostenpunkt hinweggetäuscht. Wie unpopulär würde sich ein Minister selbst in England machen, der sich die Summen von mehreren Millionen £ vom Parlament für Tilgung alljährlich bewilligen lassen wollte! Wenn gegen das System eingewendet wird, daß man bei Budgetdefizits Geld borgen müsse, um die Tilgung aufrecht zu erhalten, so kann man für England wenigstens mit Sidney Buxton[1]) erwidern: „Such times are fortunately now-a-days rare and the extra cost entailed by such borrowing is worth incurring, if at other moments the debt is largely, regularly and automatically reduced." Abgesehen davon hat die Regierung bei dieser Tilgungsmethode immer noch die Wahl, die Annuitäten in einen äquivalenten Betrag von Stocks zurückzuverwandeln, ohne daß, da von diesem Vorgang nur wenig an die Öffentlichkeit dringt, deren Kritik hervorgerufen wird. Einen Nebenvorteil hat dieses Gladstonesche System insoferne für den Staatskredit, als kleinere Anleihen (statt in Konsols auf dem offenen Markte) mittels Zeitrentenschulden an die Sparkassen abgeschlossen werden können, so z. B. 1886 eine Anleihe von 6 Millionen £ zur Fundierung von Exchequer Bills oder das fortification loan 1860—1861.

Was geschieht aber, wenn die Annuitäten abgelaufen sind? Auch hier wußte man in England allen etwaigen Angriffen auf die freiwerdenden Summen zuvorzukommen, indem man schon einige Jahre vor Ablauf der Annuitäten sie auf eine weitere Reihe von Jahren verlängerte und aus den ersparten Beträgen neue (rolling annuities, d. h. solche, welche sich von selbst erneuern) bildete. Ein Beispiel: 1885, als der siebente Teil der fundierten Schuld in Annuitäten bestand, wurden die 1863—1874 allmählich in Zeitrenten umgewandelten Konsols fällig. Aber schon zwei Jahre vor Erlöschen der Schuld, als die Versuchung anderweitiger Verwendung der noch ge-

[1]) A. a. O. S. 33.

bundenen Summen noch nicht so groß war, hat man beschlossen, die Annuitäten bis 1903 zu verlängern. Im Jahre 1901 wurde ein Teil der in Bälde freiwerdenden Kapitalien wieder bis 1912 gebunden und daneben wurden zwei neue bis 1922/23 laufende Sparkassenannuitäten von 745000 £ resp. 874000 £ geschaffen. Dagegen wurden 15 Millionen £ Konsols und 13 Millionen £ Buchschulden annulliert. Erleichtert wurden diese Entschlüsse dadurch, daß in den Annuitätenzahlungen im Verlauf der Jahre die Amortisationsquote immer größer wird, die Zinsquote dagegen sinkt und somit durch kluge Staatsmänner die Volksvertretung von der Zweckmäßigkeit der weiteren Verwendung dieser Tilgungsbeträge zu Tilgungszwecken besser überzeugt werden kann.

Diese Besitzform von Staatsfonds schließt, wie wir gesehen haben, jedes Risiko, Kursverlust und Konversionsgefahr aus, verbürgt ein stabiles Einkommen und läßt eine sichere Kalkulation zu. Annuitäten könnten daher auch für Anlage größerer Fonds von Versicherungsgesellschaften, die gerade bei uns sich von den wenig stabilen Staatsfonds fernhalten, in nähere Erwägung gezogen werden. Dies wäre zugleich eine Art Zwangstilgung für den Staat und würde bei einer Tilgungszeit von 30 Jahren für eine 4% Schuld 5,78%, von 40 Jahren 5,05%, d. h. nur 1,78 resp. 1,05% Mehrkosten verursachen [1]). Zu lange laufende Annuitäten wären jedoch im Interesse der Liquidität der Gesellschaften zu vermeiden.

3. Auf dem Prinzipe der freien Tilgung beruht die Funktion des seit 1829 existierenden Old Sinking Fund,

dem 1/4 der Einnahmeüberschüsse, also in guten Jahren viel, in schlechten weniger, zufließen. Dagegen werden Konsols aufgekauft und amortisiert. Es sollte aber dafür gesorgt werden, daß der Überschuß mindestens 3 Millionen £ beträgt. Dieser wurde häufig nicht erreicht und daher gar nicht getilgt. Die Vernichtung der getilgten Titres ist ein Zeichen einer aufrichtigen Tilgung, im Gegensatz zu einer nur scheinbaren mit Akkumulation der aufgekauften Titres und späterer

[1]) Nach Berechnungen von Riecke im Finanzarchiv 1885.

Wiederinkurssetzung bei ungünstiger Finanzlage. Durch den Old Sinking Fund wurden 1829—1890 70,2 Millionen £ Konsols und schwebender Schuld je etwa zur Hälfte aufgekauft und dafür 68 Millionen £ bezahlt, so daß der Rückkauf durchschnittlich nur leicht unter pari erfolgte. Die fortwährende Absorption war mit einer Haussetendenz der Konsols verknüpft.

4. Neben dem Old Sinking Fund funktioniert seit 1875 der New Sinking Fund,

mit dem die Zwangstilgung weiter ausgebildet wurde. Es wird eine feste Summe in den Teil des Budgets, der nicht der jährlichen Votierung des Parlamentes unterworfen ist, eingestellt und hieraus Zinsendienst und Amortisation bestritten. Die mit der allmählichen Reduktion der englischen Nationalschuld geringer werdenden Zinsenerfordernisse fielen der Amortisationsquote zu, die immer mehr anwuchs. Nun ist aber häufig die Höhe des Tilgungsfonds verändert und eine gleichmäßige Amortisation durch ihn nicht ermöglicht worden (siehe Tabelle 26). Seine mehrfachen Reduktionen waren immer von sehr lebhafter Kritik der Finanzwelt, Börse und Presse begleitet. Goschen hat trotz der Budgetüberschüsse im Jahre 1887, veranlaßt durch Konversionsersparnisse, den Tilgungsfonds um 2 Millionen £ (von 28 auf 26 Millionen £) verkleinert. Balfour hat die großen Verluste des Staates durch das hohe Rückkaufsagio und Rücksichten auf die Steuerzahler ins Feld geführt, als er den für den New Sinking Fund ausgesetzten Betrag reduziert hat. Beide Staatsmänner hat man aber des Vorbringens von Scheingründen beschuldigt und das Schmälern des Sinking Fund als Schaffung von Präzedenzfällen für ähnliche Operationen späterer Finanzminister angesehen. Der New Sinking Fund hat zwar praktischen Erfolg gehabt; von 1876—1890 sind 7½ Millionen £ Konsols getilgt worden. Aber die überschwenglichen Erwartungen, die an ihn geknüpft wurden, sind nicht in Erfüllung gegangen. Das Publikum meinte wie in den Tagen von Pitt, daß der New Sinking Fund Jahr für Jahr automatisch Schulden zurückbezahle. Bei seiner Einführung sind die 3% Konsols — the most sagacious of all things inanimate — wie Gladstone

sie nannte, getäuscht durch die Aussicht auf rapide Rückzahlung, um einen Punkt gestiegen [1]).

5. Zu einer größeren Konsolreduktion hat auch die Grundsteuer (landtax) beigetragen.

Seit 1798 konnte man sich von dieser ewigen Steuer befreien durch Einlieferung von Konsols, deren Zins den Betrag der zurückgekauften Grundsteuer um $^1/_{10}$ überschritt. Seit 1813 trat Befreiung ein durch Zahlung des 18fachen Betrages der jährlichen Steuer oder durch Hingabe von Konsols, deren Zinsertrag auf Zinseszinsen angelegt, ein Kapital darstellte, dessen Zinsen um $^1/_{10}$ den jährlichen Steuerbetrag überschritt. Heute setzen die Kommissäre der Inland Revenue den Betrag fest, der ihnen zu zahlen ist und die Regierung selbst kauft dann hierfür Konsols auf. Bis 1890 sind (inkl. Surplus landtax von 1863) so 30 927 Millionen £ Konsols gekauft und annulliert worden. In derselben Weise werden auch die Pauschalzahlungen britischer Munizipalitäten und Korporationen, die ihre Titres von der auf ihnen lastenden Umsatzsteuer befreien wollen, verwendet. Bis 1890 konnten so 1 030 000 £ der Schuld zurückgekauft werden. Das Wesen dieser Kombinationen ist folgendes: Die Steuern dienen zum Teil dazu, öffentliche Schulden abzuzahlen. Eine Steuerbefreiung muß daher dann gestattet sein, wenn an den Staat ein Kapital von der Höhe gezahlt wird, daß die Zinsen hieraus gleich dem Steuereingang in die Staatskasse sind.

Charakteristisch für das fortwährende Streben der englischen Staatsmänner nach einer möglichst starken Reduktion der Nationalschuld ist das Heranziehen kleinerer Summen zur Tilgung, wie Überschüsse der Rückzahlungen von Local Loan Stocks über neue Emissionen, Schenkungen, Vermächtnisse, die oft in mehr als zehn Posten im Budget erscheinen.

Die dauernde Durchführung der überaus kräftigen Amortisation ist der Kunst der Finanzmänner zu verdanken, welche die jeweiligen, meist doch sehr wandelbaren Intentionen des Volkes, resp. seiner Vertreter in der Art der Amorti-

---

[1]) Sidney Buxton, S. 223.

sation dauernd zum Ausdruck zu bringen verstanden[1]) und immer wieder neue Quellen zur Reduktion der Nationalschuld erschlossen haben. Für ihr Streben wurden sie belohnt in den mannigfachen Vorteilen, die das Tilgungssystem dem Staatskredit brachte. Zunächst rein zahlenmäßig: 1815 waren die Totalverbindlichkeiten der Regierung 900 Millionen £. Trotz einer Anzahl neuer Anleihen in den Jahren 1815—1856 ist die Totalschuld auf 832 Millionen £ zurückgewichen. Von 1856 an bis zum Ausbruche des Burenkrieges ist die Schuld dauernd vermindert worden. 1870 war sie total 774,04 Millionen £, 1898 nur noch 638,26 Millionen £. Gleichzeitig ist die fundierte Schuld von 741½ auf 585,8 Millionen £ zurückgegangen und erreichte seit 1805 am 31. März 1901 mit 551 182 000 £ ihren niedrigsten Stand. Solch gewaltige Veränderungen mußten notwendig im Kurse der Konsols zum Ausdruck kommen, umsomehr, als die politische Entwicklung in der zweiten Hälfte des Jahrhunderts ziemlich ruhig war, im Innern gleichmäßige Prosperität herrschte und die Regierung eine wahre Scheu vor neuen Konsolanleihen an den Tag legte. Die Kurssteigerungen aber ermöglichten Konversionen, welche die Zinsenlast der Staatsschuld verminderten und der weiteren, durch den Überparistand der Konsols gehemmten Hausse neuen Anstoß gab. Nun wird gegen ein so kräftiges Tilgungssystem geltend gemacht, es treibe die Konsolkurse in die Höhe und der Staat müsse infolgedessen die früher unter pari begebenen Konsols stark über pari zu Ungunsten der Steuerzahler zurückkaufen. Im Jahre 1899 z. B. hat Hicks Beach mitgeteilt, er habe in den letzten 4 Jahren 20,56 Millionen £ zum Konsolankauf verwendet, aber nur 18,64 Millionen £ dafür erwerben können[2]).

---

[1]) Denn selbst in England kann man nicht, wie Gladstone sich 1867 ausdrückte, das House of Commons zu dauernd größeren Rückzahlungen freiwillig bewegen.

[2]) The Economist, 22. April 1899. Daher der Gedanke Balfours, den Sinking Fund zu suspendieren, wenn Konsols über pari sind. Dieser Gedanke geht von falschen Prinzipien aus. Man muß der Reserve des Landes zuliebe solche kleine Opfer bringen. Finanziell haben die durch energische Amortisation ermöglichten Konversionen dem Steuerzahler und Fiskus weit größere Vorteile gebracht.

Die Hebung des Staatskredites durch eine aufrichtige Amortisation ist keineswegs mit einer Kurstreiberei in Beziehung zu bringen. Die Hausse der Konsols ist, insofern sie von der Amortisation ausgeht, eine natürliche Erscheinung und eine vollauf gerechtfertigte Belohnung des Staates für seine gute Finanzführung. Die aufgehäuften Titres werden ja vom Staate nicht aufgespeichert, sondern vernichtet. Zudem liegt doch die ganze Konversionsfrage (Festsetzung der Unkündbarkeit, Zeit der Konversion, Wahl des niedrigeren Typus etc.) in den Händen des Staates. Wenn durch die England eigentümliche Organisation die Nachfrage nach Staatsfonds (Verwendung der Sparkassengelder, enorme Effektenanlagen großer Finanzinstitute, Aktiengesellschaften etc. in Zeiten flüssigen Goldstandes) Haussemomente zeitlich zusammentreffen und die Konsolkurse künstlich aufblähen, so daß Konversionen nicht ratsam erscheinen, so hat dies mit der Tilgungsfrage an sich nichts zu tun. Nicht nur ist der Betrag des Sinking Fund geringer als das Anwachsen der Sparkassendepositen, sondern es wird auch ein beträchtlicher Teil desselben zum Rückzahlen von Schatzscheinen und Exchequer Bonds verwendet; dieser Teil affiziert daher nicht direkt die Konsolkurse.

Die Bedeutung des englischen Tilgungssystems läßt sich daher in folgende Worte fassen: Es ist der große Reservefonds des Landes, hebt den Staatskredit, erhöht dessen Elastizität und strebt die Kreditbedingungen im Lande zu verbilligen.

Bevor wir historisch das Tilgungswesen im Zusammenhang mit der Geldmarktentwicklung veranschaulichen, ist auf die bei den einzelnen Tilgungsarten kurz berührte Frage einzugehen, nämlich ob diese starke Tilgung in England aus der inneren Finanzwirtschaft heraus immer berechtigt war. Der Staat, so sagt die Theorie, soll nicht mit der einen Hand borgen und mit der anderen tilgen. Von 1856—1901 hat die englische Regierung keine neue Konsolanleihe mehr aufgenommen und damit scheint sie diesem Postulate Genüge geleistet zu haben. Aber in diesem Zeitraum sind in einer ganzen Anzahl ungünstiger Finanzjahre Budgetdefizits eingetreten, deren ungeachtet die Tilgung aufrecht erhalten worden ist. Defizit

ist aber nur ein anderes Wort für Borgen. Schon durch den Amortisationsmodus mußte, wie bereits angedeutet, das Prinzip der Tilgung nur aus Etatsüberschüssen durchbrochen werden. Anderseits sind gerade in den Jahren, in denen der New Sinking Fund seinen vollen Betrag erreichte, nämlich 1877, 1878 und 1879, heftige Defizits eingetreten, mit anderen Worten, es mußte Geld geborgt werden, um den Sinking Fund aufrecht zu erhalten. Meines Erachtens zutreffend bemerkt Sidney Buxton[1]) hierzu: „Es war nicht der Fehler des Sinking Fund, daß die Nationalausgaben so rapid wuchsen. Und es war auch nicht sein Fehler, daß sein Urheber und dessen Kollegen nicht die zur Bestreitung der jährlichen Ausgaben des Landes nötige Besteuerung angeordnet haben.“ Hieraus ergibt sich direkt die ganz berechtigte Forderung, daß der Finanzminister, wenn bei Zwangstilgung regelmäßige Defizits entstehen, für Budgetüberschüsse durch erhöhte Steuern sorgen soll. Eine derartige Einrichtung des Etat für die Amortisation ist aber selbstredend nur relativ empfehlenswert und in den einzelnen Ländern besonders zu untersuchen. Denn die ziffermäßige Bilanz gibt eigentlich nur an, ob ein Überschuß effektiv da ist oder nicht, nicht aber ob er vermöge der Staatswirtschaft da sein könnte[2]). Eine scharfe Grenze aber, wo Steuern anfangen für die Volkswirtschaft drückend und lästig zu werden, läßt sich nicht ziehen. Wenn der englische Finanzminister zur Fortsetzung der Tilgung irgend eine Steuer erhöht[3]), so kann der dauernde Vorteil für die Gesamtheit durch die Tilgung doch bedeutend den momentanen Nachteil, den die Steuer mit sich bringt, überwiegen. Bei geordneten Staatsfinanzen und in normalen Finanz- und Wirtschaftsjahren sollte der Staat zu einer festen und angemessenen Tilgung sich entschließen und die im Verhältnis zu den riesigen modernen Budgets doch sehr zurücktretenden Kosten als festen Ausgabeposten in das Budget einstellen.

---

[1]) Finance and Politics S. 225.

[2]) L. v. Stein, a. a. O.

[3]) Z. B. 1876 war im Budgetvoranschlag ein Defizit. Der Schatzkanzler hatte den Mut, die Einkommensteuer um 1 d. zu erhöhen, unter anderem, um den Sinking Fund intakt zu erhalten.

Das zufällige Zusammenwirken der verschiedenartigsten Haussegründe mit der Tilgung läßt sich an der Geldmarktentwicklung der Jahre 1894—1897 zeigen. In letzterem Jahre hatten 2¾% Konsols Rekordpreise des Jahrhunderts von 114 erreicht, Preise, welche die Finanzwelt in Staunen gesetzt haben. War doch kaum 3 Jahre zuvor zum ersten Male seit der Goschenkonversion der Paristand erreicht worden! Die Ursachen dieser „Hungerpreise" waren:

1. Am Geldmarkt die seit dem Baringkrach andauernde hochgradige Geldabundanz, welche in den abnorm niedrigen Zinssätzen ihren charakteristischen Ausdruck fand: z. B. 1892 war der Marktsatz zeitweise 1⅛%, der Bankdiskont 2%. Geld am offenen Markte war zu ¾% zu haben. Von Anfang April bis Mitte Mai 1894 sind aus diesem Grunde die Konsols um 2% — eine sehr wesentliche Veränderung für diesen Wert — gestiegen. Ähnlich India Stocks und andere Trusteeanlagen. Noch niedrigere Diskontsätze waren in den folgenden Jahren in Giltigkeit. Der Marktdiskont blieb das ganze Jahr 1894 unter 1%; die Bank von England mußte nur zweimal ihren Satz ändern, was seit 1868 nicht mehr dagewesen war, nämlich im Januar und Februar von 3 auf 2½ und 2%. Im folgenden Jahre 1895 erreichte der Privatdiskont mit 9/16% den Tiefpunkt des Jahrhunderts. Am Anfang der Stagnationsperiode waren die niedrigen Diskontsätze mehr Wirkung als Ursache. Je länger sie aber andauerten, desto mehr gewannen sie, insonderheit bei der englischen Geldmarktorganisation, an Einfluß auf den Normalzins des Landes. Denn die billigen Zinssätze für kurzfristige Anlagen vermehrten auf verschiedene Weise die Haussefaktoren für die Konsols. Viele brachliegende Kapitalien nahmen ihren Weg als Depositen in Sparkassen und Banken. Diese wandelten die rapid sich vermehrenden Depositen in Konsols um und absorbierten dauernd das Material am Markte. Über die Zunahme dieser Konsolanlagen mögen einige ziffernmäßige Mitteilungen folgen:

a) Neben umfangreichen Anlagen für die Trusteesparkassen mußten für die Postsparkasse im Durchschnitt der Jahre 1894 bis 1897 über 10⅓ Millionen £ jährlich Neuanlagen in den immer teureren und daher unrentableren Konsols gemacht

werden. Charakteristischerweise dagegen ist 1895 der langsam auf 8371000 £ angewachsene Konsolbesitz der Deponenten bei der Postsparkasse durch Verkäufe auf 8279000 £ reduziert worden. Die Deponenten wollten in ihrem wohlverstandenen Interesse ihr Geld nicht in den hochgetriebenen Fonds mit eigenem Risiko anlegen, sondern zogen die höheren und sicheren Depositenzinsen vor und überließen das Risiko der Konsolanlage der Regierung.

b) Eine sehr intensive Konsolnachfrage entfalteten die Banken, die nach einem höheren Einkommen als aus Diskonten und Vorschüssen strebten und immer mehr zur Anlage ihrer Fonds in Regierungssicherheiten und anderen Effekten übergingen. Im Jahre 1892 schon waren 25% aller untergebrachten Fonds in Effekten angelegt[1]). In den folgenden Jahren wurde die Kapitalanhäufung mit dem Depositeneinströmen immer größer. Die nachweisbaren Konsolbestände von über 200 Banken stiegen in den Jahren 1894—1897 laut Tabelle 39 von 111730000 £ auf 117139000 £. Ihre sonstigen Effektenanlagen aber, in denen ebenfalls Konsols figurieren, die nicht getrennt aufgeführt sind, stiegen im gleichen Zeitraume noch viel stärker, nämlich von 106365000 £ auf 126564000 £. Die Banken waren von Konsolanlagen, die immer unrentabler wurden, mehr und mehr zu höher verzinslichen Effekten übergegangen. Da aber für Banken nur wenige Arten von Sicherheiten in Frage kamen, konnten nur Werte wie Eisenbahnobligationen, Korporations- und Kolonialanleihen aus dieser Nachfrage Vorteil ziehen. In anderer Weise noch dienten die Kapitalien der englischen Banken zur Verstärkung der Hausse erstklassiger Werte. Auf Grund der Differenz zwischen dem Zins, den die Banken auf Vorschüsse gegen Konsolhinterlegung verlangten und dem, welchen die Titres brachten, bildete sich eine lebhafte Spekulation. Diese hat Geld zu 1% borgen können und in ziemlich ausgedehntem Maße in englischen Fonds operiert. So kam der Effektenzins in größere Abhängigkeit von dem für kurze Darlehen, zum Nachteil der

[1]) Über die Höhe ihrer Konsol- und sonstigen Effektenanlagen vgl. man Kapitel VIII.

Beständigkeit der Staatsfondskurse. Daher bei der leichten Diskontänderung Anfang Februar 1895 von $^5/_8$ auf $^{15}/_{16}$ % sofort ein Konsolfall von 105 auf $103^1/_2$, allerdings bei gleichzeitigen Konsolabgaben der Bank von England. Ähnlich am 16. März 1895, wo eine momentane Geldknappheit den Konsolkurs um $^1/_2$ % gedrückt hat. Ein weiterer Beleg für den starken Spekulationsanteil an den Kursen fester Werte ist deren plötzlich erfolgter Rückgang im Jahre 1896 gelegentlich der Diskonterhöhung der Bank von England von 2 auf $2^1/_2$ % am 9. September. Diese kam der Spekulation, die auf eine Fortsetzung des seit Februar 1894 geltenden Diskontsatzes gehofft und auf dieser Basis sich mächtig entwickelt hatte, unerwartet und höchst ungelegen. Da ferner die Spekulation sich gerade auf die wachsende Seltenheit und allseitige Absorption fester Werte gestützt hatte, riefen die einsetzenden Realisationen in ihnen gerade den stärksten Rückgang hervor. Konsols fielen von $112^3/_8$ am 9. September auf $109^3/_4$ am 18. September; 3% Local Loan Stocks von $111^3/_4$ auf 110, $3^1/_2$ % India Stocks von $119^3/_4$ auf $114^1/_2$, $3^1/_2$ % Metropolitan von 125 auf 121 etc. Ein mäßig teurer Geldstand kann sonst Rentenpapiere nicht ungünstig beeinflussen. In diesem Falle aber war einzig und allein an dem starken Weichen der Kurse die vorangegangene Spekulation schuld. Die Spekulanten wußten wohl, daß das vorher bei billigem Geldstande massenweise von allen Seiten der Börse zugeführte Kapital bei Teurerwerden der Zinssätze plötzlich zurückgezogen wird. Sie wollten daher der Gefahr vorbeugen, später Stocks übernehmen zu müssen, die sie eventuell nur zu stark reduzierten Preisen würden realisieren können. Die leichte Diskonterhöhung hatte also die Spekulation beschränkt und zu Gunsten der bona fide Anleger gewirkt. War so die Tätigkeit der englischen Banken in verschiedener Richtung den Konsolkursen günstig — auch die eben besprochenen Rückschläge konnten die Hausserichtung nicht dauernd aufhalten —, so haben doch anderseits viele Anleger verfügbarer Kapitalien wegen der überaus niedrigen Depositenzinsen vorgezogen, ihre Gelder direkt in Konsols und anderen „gilt edged values“ festzulegen. Der Effekt auf die Kurse blieb natürlich derselbe.

2. Auch das Anlagekapital konzentrierte seine Nachfrage auf nur erste Werte, seitdem es durch den Baringkrach gegen alles, was nicht erste Garantie besaß, mißtrauisch geworden war. Während jedoch unmittelbar nach jener Krisis die Kapitalisten außer für Konsols nur für eine äußerst beschränkte Zahl von Sicherheiten als Käufer aufgetreten waren, erweiterte sich in dem Maße, als die Nachwehen des Kraches zurücktraten und die Rentenpapiere teurer wurden, das Anlagefeld. Die kleinen Kapitalisten haben aber ebenfalls nach Kräften zu einer Überkapitalisation fester Werte beigetragen, besonders Anleger von Trusteegeldern, die mehr Sicherheit als hohe Zinsen wünschen. Ein Haussegrund speziell für Konsols lag in der verstärkten Nachfrage nach Leibrenten, als das Einkommen aus jenen gewissen Kapitalisten nicht mehr genügte. Der so umgewandelte Betrag war 1884 882 635 £, 1894 aber 1 354 913 £. Versicherungsgesellschaften haben einen gleich großen Betrag in Leibrenten umgewandelt. Mithin sind 2,6 Millionen £ Konsols im Jahre 1894 dem Markte entnommen worden. Auch die heftige Konkurrenz unter den Trustgesellschaften [1]) am Anlagemarkte hatte die Kurse der Rentenpapiere, die nicht in genügender Menge neu auf dem Markte erschienen waren, durch Käufe Anfang der 90er Jahre gehoben.

3. Die Tilgung und Ankäufe der Regierung haben zweifelsohne am stärksten zu den hohen Konsolkursen beigetragen: 1886—1895 hat sich die englische Totalschuld um 85 284 Millionen £ (1893—1895 allein um 14 044 Millionen £, 1896 um 7,7 Millionen £) vermindert, der Betrag in den Staatskassen aber um 37 Millionen £ sich vermehrt, so daß durch Tilgung resp. Übergang von Konsols in Staatsbesitz ihr Umlauf in den letzten 10 Jahren um ca. 2½ Milliarden Mk. geringer geworden ist. Unter Berücksichtigung der übrigen Immobilisationen von Staatsfonds kam man zu dem Schluß, daß 1896 nur etwa ⅓ der englischen Schuld disponibel war; ein zweites Drittel, 215 Millionen £, waren nach Ausweis von Anfang Juni 1895

[1]) Über deren Entstehen und Bedeutung siehe Kapitel VII, Konversionen.

in den verschiedenen Regierungsdepartements (64% davon entfielen auf Sparkassen). Mit dem Steigen der Konsols wurde die Tilgung immer unbequemer, da die Verluste mit dem hohen Agio wuchsen. Zwar war das Schatzamt nicht gebunden, nur Konsols zu kaufen; aber Local Loans und andere Regierungssicherheiten waren damals fast ebenso teuer.

Durch die vereinigte Macht dieser Faktoren war eine so intensive Nachfrage nach ersten Werten eingetreten, daß es bisweilen fast unmöglich wurde, das nötige Effektenmaterial, besonders aber Konsolmaterial, am Markte aufzutreiben. Diese Aussichten bestärkten auch die Spekulanten in ihrer Haussetätigkeit. Wohin immer die Kapitalien damals ihre Richtung nahmen, sehr häufig kamen sie in letzter Instanz doch nur dem Staatskredit wieder zu gute.

Da jedoch diese Ursachen erst allmählich sich geltend machen konnten, ist bis 1893 die Haussetendenz nicht recht zum Durchbruch gekommen (damalige Rentabilität erster Werte 2⅞—3⅛%). Erst 1894 äußerten sie sich zunächst in der konstanten und lebhaften Aufwärtsbewegung der Konsols und der Goldminenaktien, dann aber der festen Anlagewerte überhaupt.

Das allgemeine Sinken des Zinsfußes ergibt sich aus folgenden Kursnotizen: Mitte der 70er Jahre konnte man sich 4%ige heimische Eisenbahnobligationen (z. B. North Western) zu 104 und 105 verschaffen; 10 Jahre später zu 115, 1893 zu 136, d. h. zu fast demselben Realzins wie Konsols. Die Rentabilitätsdifferenz der Eisenbahnobligationen (2⅞%) mit den Konsols hat sich 1893 auf ¼% reduziert, 1894 aber fast ausgeglichen, während früher ein Abstand von ca. 1% bestanden hatte. Die Rentabilitätsminderung hielt auch noch in den folgenden Jahren an. So kam es, daß am 5. Juni 1896 4% Great Western-Obligationen 162 notierten; 5% South Eastern 200; 3% London und North Western 123 etc. Ähnliche „Hungerpreise“ auch von Werten zweiter Klasse waren damals allgemein. Städte sind zum 2½% Typus mit Überpariemission geschritten und ihre zahlreichen Anleihen hat das Publikum gierig zu den hohen Kursen aufgenommen. Die 1892 zu 89,3 emittierte 2½% Londoner Stadtanleihe hat 1895 den

Paristand überschritten [1]). Der Abstand der Regierungssicherheiten von Konsols, der früher ½ % betrug, war schon 1895 nicht einmal mehr ¼ %. Man rückte einem 2½ % Kapitalisationszins immer näher [2]). Auch gegen frühere Jahre sind die Konsols in fast gleichem Verhältnis wie Marktwerte gestiegen. Andere Effekten sogar noch mehr. Tabelle 46 veranschaulicht dies. Nach ihr hat von 1880—1895 der landesübliche Zinsfuß um 18½ % sich ermäßigt, der Realzins der Konsols in ganz gleichem Verhältnis.

Wenn also schon 1895 überhaupt unmöglich war, aus besseren Werten eine Rente von 3 % zu ziehen, war es da zu verwundern, daß 2¾ % Konsols solche abnorm hohe Preise erreicht haben?

Die seit 1895 eingetretene regere Geschäfts- und Emissionstätigkeit blieb bis 1897 auf die niedrigen Zinssätze und das Kursniveau der Rentenpapiere ohne Einfluß. Es lag nahe anzunehmen, daß die Emissionen in den vergangenen Jahren (1893 hatten sie mit nur 49,14 Millionen £ den Tiefpunkt seit 1876 erreicht) hinter den für Neuanlagen verfügbaren jährlichen Ersparnissen weit zurückgeblieben waren. Zudem mußten zuerst die disponiblen Kapitalien dem Geldmarkte entzogen sein, bevor ein Einfluß auf das allgemeine Kursniveau sich anbahnen konnte. Die Ansprüche der Industrie sind 1895

---

[1]) Durchschnittspreis der 2½ % Londoner Stadtanleihen seit 1889.

1889	£ 1 000 000	£ 91,12
1892	„ 1 200 000	„ 89,3
1893	„ 1 500 000	„ 90,1
1894	„ 2 000 000	„ 94,13
1895	„ 1 000 000	„ 102,7
1896	„ 1 000 000	„ 104,9

[2])

Goschen Konsols	rentierten	2 5/16 %	(110)
2¾ % Childers	„	2 7/16 „	(107)
2½ „ „	„	2 5/16 „	(106¾)
3½ „ India	„	2 5/8 „	(120½)
3 „ „	„	2 5/8 „	(111⅛)
3½ „ Metropol.	„	2 9/16 „	(125)
2½ „ „	„	2 3/8 „	(104½)
3½ „ Liverpool	„	2 5/8 „	(134)
3 „ Nottingham (Irred.)	„	2 5/8 „	(115½)

in bescheidenen Grenzen geblieben. Das Goldminenfieber hatte ebenfalls keinen dauernden Einfluß auf die bis September 1897 sehr leichten Zinssätze [1]). Beim Zusammenbruch der Goldminenspekulation in der Börsenkrisis vom November 1895 mußten die Leute ihre Engagements liquidieren und dazu verkauften sie erstklassige und leicht realisierbare Effekten. Daher der Kursrückgang der Konsols um $^3/_4$ %. Aber die Aufwärtsbewegung ging mit kurzen Unterbrechungen bis 1897 weiter.

Inzwischen war das Publikum mehr und mehr zu den zahlreicher gewordenen industriellen Werten übergegangen und hatte sie stark in die Höhe getrieben; feste Werte wurden vernachlässigt. Herbst 1897 stiegen die Zinssätze am Markte. Die Banken konnten daher höhere Depositenzinsen vergüten. Vorübergehend verfügbare Gelder wurden infolgedessen nicht mehr in Regierungssicherheiten angelegt, sondern den Banken als Depositen anvertraut. Diese fanden günstigere Verwendungsgelegenheit für ihre Kapitalien und hörten auf, weitere Konsolanlagen zu machen. Ein Teil realisierte zu den hohen Kursen, um die Gewinne einzustreichen. Die Spekulation, die sich auf Grund der niedrigen Zinssätze entwickelt hatte, wurde mit der Verteuerung des Geldes unrentabel. Auch die Absorptionskraft der Tilgung hatte nachgelassen; 1898 wurden hierfür nur 3,226 Millionen £, d. h. weniger als die Hälfte von 1897 verwendet. 1899 hat der Schatzkanzler unter lebhafter Kritik von Börse und Presse den Tilgungsfonds um 2 Millionen £ vermindert mit der Begründung, ihn gegen künftige Angriffe schützen zu wollen. Die Marktlage für Konsols wurde überdies verschlechtert durch verstärkte Munizipalanleihen. Der Mißerfolg mehrerer $2^1/_2$ % Emissionen, mit denen man seit 1898 schlimme Erfahrungen machte [2]), mußte

---

[1]) Noch in jener Zeit blieben diese stark hinter dem Bankdiskont zurück, weshalb die Bank von England durch bekannte Mittel dem Geldmarkte Kapital entzogen und gegen ihre sonstige Gewohnheit, nur 7—15 Tagwechsel zu diskontieren, auch 3—4 Monatswechsel angenommen hat.

[2]) Eine $2^1/_2$ %ige im Januar 1898 zu 98 minimal ausgeschriebene Liverpool Stadtanleihe hat Fiasko gemacht, da nur auf einen Teil der Anleihe Angebote eingereicht wurden. Die Stadt Birmingham, die 1896

den Kursstand der ohnedies abwärts gerichteten Konsols weiterhin ungünstig beeinflussen [1]). Im folgenden Jahre 1899 wurden die Marktchancen für die festen Werte noch schlechter. Kolonien und Korporationen überschwemmten den Markt mit neuen Anleihen und selbst führende Korporationen fanden es äußerst schwierig, ihre Emissionen unterzubringen. Glasgow mußte 3% Titres zu 102 emittieren. Im Jahre 1898 und Anfang 1899 waren die Zinssätze immer noch mäßig gewesen. Die Bankrate war im September 1898 von 2½% auf 3% und im Oktober auf 4% erhöht worden. In derselben Zeit im Jahre 1899 mußte die Bank von England am 3. Oktober auf 4½%, am 5. Oktober auf 5% und am 30. November auf 6% ihren Satz erhöhen. Der inzwischen ausgebrochene Transvaalkrieg ließ starkes Konsolangebot am Markte und gleichzeitige Ablenkung vieler Kapitalien vom üblichen Konsolankauf erwarten. Der Sinking Fund wurde suspendiert. Die Aussicht auf große Kriegsanleihen war den Konsolkursen ungünstig. Diese waren im Jahre 1898 von 113⅛ auf 110 1/16 zurückgegangen, im Jahre 1899 aber bis auf unter 99 (niedrigste Kurse des Jahres), gleichlaufend mit den übrigen Werten [2]). Auch die 2½% Konsols fielen 1899 unter pari, was seit 1894 nicht mehr dagewesen war. Dieser heftige Fall suggerierte von neuem die Gefahr des Konsolbesitzes der Regierung. Es zeigte sich zugleich, wie wenig innerlich wahr die auf 114 im Jahre 1897 getriebenen Kurse der Konsols und der Anlageeffekten überhaupt gewesen waren, ferner wie bei steigendem

---

ihre 2½% Titres zu 102⅛ emittiert hatte, plazierte 1898 mit Mühe 2½%ige zu 91. Die Baisse der 2½% Obligationen war seit 1896 durchschnittlich 7—8%.

[1]) 2½% Konsols haben ihre höchsten Kurse von 1896 und 1897 behaupten können. Sie notierten Juli 1898 noch 105 und gaben damals bei Berücksichtigung der Pariheimzahlung ein Einkommen von nur 1¾% (als 3% Effekten würden sie also über 150 notieren). Dieser Kurs ist nur deshalb möglich, weil der Fonds in ganz geringem Betrage zirkuliert, das Material sehr gut klassiert ist und nicht vermehrt wird.

[2]) Kolonien fanden es häufig schwierig, Anleihen auf dem Londoner Markte unterzubringen. Ebenso Korporationen, die im Jahre 1899 total 6 127 000 £ emittiert haben. (The Economist, 22. Dezember 1899.)

Zinsfuß allmählich die Faktoren verschwanden, welche so allseitig zu der Konsolabsorption beigetragen hatten. Um auch das England eigentümliche Zusammenwirken der Kapitalien in Zeiten steigenden Zinsfußes dem Leser vorzuführen, haben wir die Kursgestaltung der Konsols bis Anfang 1900 im Anschluß an die vorangegangene Hausseperiode verfolgt.

Nachdem die positiven Erscheinungen aus der Verbindung des Sparkassenwesens mit dem Staatskredite an der Hand der Geldmarktentwicklung klargelegt sind, sind nach den gemachten Beobachtungen die Ergebnisse in eine allgemeine Formel zu bringen und prinzipiell zu beurteilen.

In Zeiten geringer Geschäftstätigkeit und niedriger Zinssätze wenden sich die vielen, müßig daliegenden Kapitalien den Sparkassen zu und rufen eine stetige Nachfrage nach Staatsfonds hervor. Diese kann, wenn sie intensiv ist, eine anhaltende Baisse der Renten verhindern und die schon durch den niedrigen Zinssatz gegebene Tendenz der Hausse dauernd verstärken. Der Staat oder sein Vertreter gleicht in solchen Zeiten einem Spekulanten, der durch tägliche Käufe das verfügbare Material einer Ware aufkauft und ihren Preis treibt. In bewegten Zeiten aber, sei es in solchen lebhaften Aufschwunges oder aber in Krisenzeiten politischer, finanzieller und wirtschaftlicher Art kann diese nach der Seite der Verwaltung hin so bequeme Verbindung des Staatskredites mit dem Sparkassenwesen verhängnisvoll für den Staat werden, wenn auch durch die Millionen Konten das Risiko für den Staat abgeschwächt oder beseitigt zu sein scheint. Ziehen nämlich die Kapitalisten bei Ausbruch einer Revolution, eines Krieges oder auch nur, weil sie für ihre Kapitalien anderweitig lohnendere Verwendung finden[1]), ihre Depositen zurück, so müssen die Sparkassen oder vielmehr die staatliche Zentralkasse Staatsfonds verkaufen oder lombardieren, um den Rückzahlungsforderungen Genüge zu leisten; eventuell muß der Staat seine schwebende Schuld vergrößern. So kann der Kurs

[1]) Die Mehrzahl der Deponenten kann oder will nicht Gewinne bei Konjunkturwechsel ausnützen und daher wird nur ein Teil der Einlagen den Sparkassen entzogen. Die Neueinlagen können in solchen Zeiten sogar die Zurückziehungen noch überschreiten.

der Staatsrente, der ohnehin in solchen Zeiten unter der allgemeinen Baisse fester Werte leidet, noch weiter gedrückt werden. Wenn aber das Volk die Kurse immer mehr fallen sieht, dann pflegt es erfahrungsgemäß seinen Besitz zu veräußern. Zwangsverkäufe der Regierung aber verschärfen den schon bestehenden Druck am Markte, können die Intensität der Krisis steigern und eine Panik beschleunigen. In dem einen Fall kann also die jeweilige Haussetendenz, in anderen die Baissetendenz verstärkt werden, natürlich immer nur unter der Annahme, daß nicht andere mächtigere Einflüsse auf die Kurse einwirken und die staatliche An- und Verkaufsstelle nur mit Sparkassengeldern operiert. Die Sparkassen, resp. der Staat, der früher die Hausse der Fonds durch seine Ankäufe künstlich gefördert hatte, erleidet in bewegten Zeiten insoferne enorme Verluste, als er die Fonds zu den stark gewichenen Preisen auf den Markt werfen muß. Die ganze Organisation ist daher mangelhaft. In Frankreich ist z. B. 1848 die Staatskasse durch diese Verbindung des Staatskredites mit dem Sparkassenwesen in Verlegenheit gekommen. Damals handelte es sich um eine Summe von nur 358 Millionen Fs., aber diese genügte schon, um den Staat zu bedenklichen Geldbeschaffungsmitteln zu treiben. Er hat die Rückzahlungen auf die Höhe von 100 Fs. beschränkt und den Rest zur Hälfte in 4—6monatlichen Bons du Trésor, zur Hälfte in 5% Rente ausbezahlt. Letztere gab er den Deponenten zu pari bei einem Börsenkurs von 75! Dieses Vorgehen hatte einen starken Rückstoß auf die Sparkassen [1]). Ihr Bestand von 358 Millionen Fs. fiel unmittelbar auf 74 Millionen Fs. und erreichte erst 10 Jahre nachher wieder seine alte Höhe. Auch 1870, als der Staat den Deponenten 695 Millionen Fs. schuldete, hat er eine Reihe von Gesetzen erlassen müssen, um die Rückzahlungen zu verzögern. Nach dem Kriege von 1871 war [2]) der Kurswert des Portefeuille der Depositenkasse ganz bedeutend unter ihre Verbindlichkeiten gesunken, so daß die Sicherstellung der Depositen schlechter wurde.

---

[1]) Nach E. Chevallier im Economiste français, 17. Juli 1886.

[2]) Nach Mitteilungen von Léon Say im Senat, 28. Mai 1878.

Wenn, wie in England, der Staat lebhaft tilgt und stets als Käufer großer Posten Staatsfonds am Markte erscheinen muß, wird die Wirkung des Sinking Fund dadurch geschwächt, daß der Staat durch Ankäufe für die Sparkassen die Kurse vorher in die Höhe treibt. Er handelt also gegen sich selbst. Neben Kursverlusten kann der Staat auch Zinsverluste haben, denn er ist nur zu sehr geneigt, den Sparkassen höhere Zinsen zu vergüten als den, welchen er selbst aus den Anlagen zieht. Sowohl in England als in Frankreich führt aus diesem Grunde der Staat die Geschäfte der Sparkassen zeitweise mit erheblichem Verluste. Die Sparkassen endlich können aus dem geringen Zinsenunterschied häufig kaum die Kosten der Geschäftsführung decken.

Volkswirtschaftlich ist dieses System vor allem deshalb verwerflich, weil der Staat eine ungeheure Menge Kapital anderweitiger Verwendung in der Provinz entzieht, nur um seinen Kredit zu heben. Dieses Moment wurde häufig in England von Banken und in Frankreich von einsichtigen Volkswirten und Finanzmännern (Raffalovich, Paul Leroy Beaulieu) gegen den Staat geltend gemacht. Die Sparkassenverwaltungen werden der Notwendigkeit des Suchens nach anderen Anlagemöglichkeiten enthoben und die Regierungen mit einem großen Risiko belastet. Denn der größte Teil dieser eigenartigen schwebenden Schuld ist auf Sicht zahlbar und der Staat hält fast keine Reserve. (Das Staatskonto bei der Banque de France ist ganz ungenügend.)[1]) Die Konzentration des Kredites in der Hauptstadt zu Ungunsten des Handels und der Industrie in der Provinz wird beschleunigt. Weder Industrie und Handel noch die Landwirtschaft profitieren von diesen ungeheuren Kapitalien, die sterilen Zwecken dienen. Allerdings ist diese Art der Organisation der Nachfrage einer der Faktoren gewesen, die den Zinsfuß so sehr zum Sinken gebracht und damit den Kredit verbilligt haben.

---

[1]) Beachtenswert sind auch die Besorgnisse Paul Leroy-Beaulieus „il n'y a pas de dette aussi inconsciente de la part de l'emprunteur que cette dette toujours croissante de l'Etat envers les Caisses d'épargne ... Le trésor s'endette chaque jour davantage, furtivement à l'insu des pouvoirs publics, à l'insu presque des ministres.

Es drängt sich nun die Frage auf: Wie ist der Staat dazu gekommen, ein solches für ihn gefährliches und die Gesellschaft schädliches System anzunehmen? Die Verbindung des Sparkassenwesens mit dem Staatskredite ist in England wie in Frankreich historisch so zu erklären: Ursprünglich in den 20er Jahren des 19. Jahrhunderts war es eine Vergünstigung, wenn der Staat gestattete, bei dem Mangel an anderen Anlagemöglichkeiten, die Sparkassengelder ihm zur Festlegung in Staatsfonds zu übergeben. Bald machte der Staat aus dieser Erlaubnis eine Pflicht. Er konnte die vielen ihm zugeflossenen Kapitalien im Interesse des Staatskredites nicht mehr entbehren. Jetzt aber sind ihm die vielen Depositengelder geradezu lästig [1]). Daher sehen wir in beiden Ländern Gesetze entstehen, um dem ferneren Zuflusse einigermaßen entgegenzutreten. Warnungsrufe von Staatsmännern sind immer wiedergekehrt. Schon Ende der 20er Jahre warnte Frankland Lewis vor weiterer Engagierung des Staates in dieser Richtung. 1887, als die Sparkassengelder 110 Millionen £ betrugen, sagte Goschen als Schatzkanzler: „Ja, ja, die Postbehörden strengen sich gewaltig an; sie möchten immer mehr Sparkassengelder anhäufen. Dazu sind sie ja da! Aber als Schatzkanzler sage ich, ich will kein Geld mehr haben“ [1]). Die rapide Zunahme der Depositen besonders in der Postsparkasse hat die Staatsschuldkommissäre wiederholt wegen Herbeischaffung des hiefür anzukaufenden Konsolmateriales in Verlegenheit gebracht. Auch in Frankreich haben neuere Finanztheoretiker, insbesonders Paul Leroy Beaulieu, auf die Gefahren einer solchen Verbindung des Staatskredites mit dem Sparkassenwesen hingewiesen. Dort kommt aber noch hinzu, daß für die Regierung eine feste Börse im allgemeinen eine feste Stellung bedeutet. Der kleine Rentier darf bei den Wahlen nicht murren, und daher setzt der Finanzminister alle anderen Möglichkeiten einer für die Volkswirtschaft nützlicheren Verwendung der Sparkassengelder und anderer Kapitalien beiseite; ihm ist es nur darum zu tun, aus politischen Rücksichten den Kurs der Rente zu stützen [2]).

[1]) Dargestellt nach Henry Wolf in Conrads Jahrbüchern, 1895.

[2]) Vgl. hierzu Léon Say in Annales de l'Ecole des Sciences poli-

IV. Dieser Teil unseres Programmes befaßt sich mit der unter staatliche Aufsicht gestellten Wahl mündelsicherer Anlagewerte. In den hierauf sich beziehenden Bestimmungen tritt in England eine Frankreich entgegengesetzte Tendenz zu tage. Auch im Vereinigten Königreiche hatten sich bis auf die neueste Zeit die Anlagemöglichkeiten für Vormundschaftsgelder auf Staatsfonds und nur wenige in sehr beschränktem Umfang zirkulierende erstklassige Anlagewerte konzentriert. In Frankreich ist die Nachfrage mehr und mehr auf Renten hingedrängt worden; in England dagegen hat sich die Zahl mündelsicherer Effekten erweitert. Bis 1859 war der Vormund eine persönliche Verbindlichkeit eingegangen, wenn er andere Werte als Regierungssicherheiten gekauft hatte. Durch eine Anzahl Novellen sind immer weitere Effekten[1]) in dem Maße zu Staatsfonds hinzugetreten, als die bisherigen durch die große Akkumulation von Trusteegeldern überzahlt waren. So ist allmählich eine Rentabilitätsannäherung zwischen alten und neu aufgenommenen Trusteeanlagen eingetreten.

C. Deutschland.

Bei uns ist den Sparkassen bisher die Wahl der Anlagen ihrem eigenen Gutdünken zum größten Teil überlassen worden. Sie haben zur Zeit ca. $1^1/_4$ Milliarden Mk. in Staatsfonds festgelegt. Der Staat neigt aber immer mehr dazu, die Sparkassen sowie andere Finanzinstitute zu größerer Staatsfondsanlage zu veranlassen. Anfang der 90er Jahre wurde durch

---

tiques 1886: Ni les ministres de la Monarchie à la veille de la Révolution, ni ceux du lendemain sous le Consulat et l'Empire, ni les ministres parlementaires de la Restauration, ni les ministres du suffrage universel sous la troisième République, aucun d'eux n'a pu se soustraire à ce préjugé invétéré qu'ils étaient les ministres de la Bourse et préposés comme tels aux cours de la rente.

[1]) Heute sind die hauptsächlichsten mündelsicheren Werte: Regierungssicherheiten, Indische Stocks, Exchequer Bills, erstklassige Eisenbahnobligationen, garantierte Stocks und Prioritäten von Eisenbahngesellschaften in England und Irland (mit Einschränkung), heimische Korporationsstocks, Kolonialfonds (unter gewissen Bedingungen). Abgesehen vom Kolonialgesetz von 1900 wurden für Neuanlage von Mündelgeldern immer nur solche Fonds gewählt, über deren Anwachsen der Staat eine Kontrolle hatte.

Regierungserlaß den Sparkassen die Anregung gegeben, mehr als bisher Konsols anzulegen, mit dem Hinweis auf die Vernachlässigung und den schlechten Kurs unserer Staatsfonds und besonders der 3%igen im Vergleich mit ausländischen minder sicheren Rentenpapieren. In allerjüngster Zeit hat sich der preußische Finanzminister Freiherr v. Rheinbaben [1]) dahin ausgesprochen, man möchte die Sparkassen für einen Teil ihrer Neuanlagen veranlassen, diese in Staatspapieren festzulegen. Ähnlich auch z. B. Dr. C. Zorn in seiner Schrift: „Über die Tilgung von Staatsschulden" (Tübingen 1905). „Man kann wohl verlangen, daß die Sparkassen in Preußen . . . nach Möglichkeit dazu beitragen, dem Staate seine Kreditoperationen zu erleichtern. Dies geschieht, wenn sie durch fortgesetzten Ankauf von Staatspapieren deren Kurs heben. Wenn heute nur 10% der Sparkassenkapitalien in Staatspapieren angelegt sind, so ist das viel zu wenig." Von der Hebung des Kursstandes unserer Staatsfonds auszugehen und deshalb den Sparkassen, Versicherungsgesellschaften etc. die Verwendung ihrer Mittel oder eines Teiles derselben in Staatspapieren vorzuschreiben, ist verkehrt und ein zu weitgehender Eingriff in das Selbstbestimmungsrecht solcher Institute; anders jedoch, wenn aus ihrem Geschäftsbetriebe heraus aus Gründen der Solidität und Liquidität die Kassen zu einer derartigen vermehrten Anlage sich verstehen. Vorderhand werden trotz Übergangsbestimmungen und Erleichterungen bei unserem stark geschwächten Staatsfondsmarkte die Sparkassen diesem Gedanken fernbleiben [2]). Endlich würden bei anderweitiger Verwendung der Fonds die von den Sparkassen gemachten Geschäfte den Banken, insbesondere den Hypothekenbanken zufallen; mithin würde die Konkurrenz nur verschoben, nicht jedoch beseitigt. Die aus Betrachtung des französischen und englischen Systems gewonnenen Resultate sprechen durchaus nicht für Annahme resp. Fortsetzung einer derartigen, dem Staatskredite gefahr-

[1]) Reichstagsverhandlungen 1904.

[2]) Vermehrte Staatsfondsanlagen würden, abgesehen von Kursverlusten, den Gewinn der Sparkassen erheblich schmälern. Z. B. 1901 haben (nach Delbrück S. 451) die preußischen Sparkassen für ihre Kapitalanlagen einen Zinsertrag von 4,12% erzielt und Depositen meist mit 3 ½ % verzinst.

vollen Politik. Allerdings ist in England und Frankreich der Staat noch einen Schritt weiter gegangen als bei uns vorgeschlagen wird, indem er dort das Risiko der Anlagen selbst übernommen hat. Aber auch bei uns wäre die Entwicklung einer Zentralstelle für sämtliche oder einen Teil der Sparkassen des Landes als Käuferin und Verkäuferin von Staatsfonds wohl denkbar. Würden sich ohne eine solche die An- und Verkäufe der einzelnen Sparkassen regelloser gestalten, so hätte andererseits ihr Bestehen, rein vom Geldmarkte aus gesehen, eine ähnliche Bedeutung für den Staatskredit, wie z. B. die Depositenkasse in Frankreich. Zwar fällt das direkte Risiko der Regierung weg, aber bestehen bleibt doch die Abhängigkeit des Staatskredites von der Fondsbewegung in den Sparkassen, die moralische Verpflichtung der Regierung, für möglichst gleichmäßige Rentenkurse zu sorgen und die Gefahr einer allmählich ähnlichen Entwicklung des Sparkassenwesens wie in England und Frankreich. Delbrück scheint den Stand dieser Frage dort nicht zu kennen, sonst würde er in seiner Abhandlung über die Kurse der Deutschen Reichs- und Staatsanleihen nicht Deutschland trotz seines im ganzen höher entwickelten Sparwesens als in dieser Beziehung zurückgeblieben bezeichnen können [1]). Nach seiner Meinung, der man ohne weiteres beipflichten kann, darf es niemals Selbstzweck der Sparkassen werden, durch die Anlagen, die sie zu machen haben, lokale oder staatliche Interessen zu fördern. Nun schließt er einen Kompromiß und sucht zu dem Ergebnis zu kommen, daß dieses an sich berechtigte Ziel mit der Liquidität und Sicherheit der Sparkassen sich verbinden lasse. Seine Vorschläge machen den Eindruck eines a priori konstruierten Mittelweges.

Von ähnlichen Gesichtspunkten wie bei Sparkassen ist man bei Versicherungsgesellschaften ausgegangen, um sie zu größerer Anlage in Staatsfonds zu bewegen. Im Interesse ihres Kursstandes hat der Minister Bötticher 1892 in einem Schreiben

[1]) Vgl. hierzu Paul Leroy Beaulieu mit Bezug auf das französische System: Besser wäre es, wenn die Renten einige Prozente niedriger stünden, als die Kapitalien so zu immobilisieren; Deutschlands Verhältnisse in dieser Beziehung sind unendlich mehr vorzuziehen.

an das Reichsversicherungsamt den Wunsch ausgesprochen, die Berufs- und Versicherungsanstalten möchten angeregt werden, mehr als bisher in Reichs- und Staatspapieren ihre Bestände anzulegen. Erst seit dem Reichsgesetz vom 12. Mai 1901 haben die privaten Versicherungsunternehmungen ihre Prämienreserven (also den größten Teil ihrer Kapitalien) in der Hauptsache in mündelsicheren Werten zu belegen. Deren Kreis ist, wie wir noch sehen werden, sehr weit gezogen. Die Nachfrage verteilt sich also auf eine große Anzahl von Effekten. In Preußen bestimmte schon ein Regierungserlaß von 1891, daß die dort zugelassenen Lebensversicherungsgesellschaften die Hälfte ihrer aus dem preußischen Versicherungsgeschäfte fließenden Jahreseinnahmen in preußischen Konsols festzulegen haben. Die Wirkungen auf den Staatsfondsmarkt identifizieren sich mit denen, die in Kapitel VIII im Anschluß an die freiwilligen Anlagen solcher Institute besprochen sind.

Der Effektenbesitz staatlicher Anstalten ist, verglichen mit dem der Regierungskassen in England und Frankreich, geringfügig. Der Reichsinvalidenfonds hatte früher bedeutende Bestände von Reichs- und Bundesstaatsanleihen im Portefeuille [1]); dieselben sind aber allmählich abgestoßen worden bis auf 393,15 Millionen Mk.[2]). Durch seine Verkäufe hat er in der uns speziell interessierenden Zeit die Kurse eher nach unten beeinflußt. Größere Bestände von Staatsfonds sind in den verschiedenen Kassen staatlicher Versicherungsanstalten und Krankenkassen aufgespeichert. Die Reichsbank hält nicht, wie in England und Frankreich die dortigen Zentralnotenbanken, größere Staatsfondsbestände.

Angesichts dieser schwachen staatlichen Nachfrageorgani-

---

[1]) Siehe auch historische Entwicklung 1900—1904.

[2]) Der Kapitalbestand des Reichsinvalidenfonds ist unter Anrechnung der Zinspapiere nach dem Nennwert stetig gefallen. Er betrug Ende März:

1887 . . .	500,8	1893 . . .	464,9
1888 . . .	494,5	1894 . . .	457,2
1889 . . .	488.4	1895 . . .	447.7
1890 . . .	482,2	1896 . . .	436,1
1891 . . .	476,4	1897 . . .	424,6
1892 . . .	470,7	1898 . . .	412,1

sation und der schlechten Kurshaltung unserer Staatsfonds sind bei uns besonders in neuester Zeit immer wieder Vorschläge aufgetaucht, die Seehandlung, eine Staatsbank, zugleich Kassenverwalterin Preußens, solle mit ihren verfügbaren Kassenbeständen den deutsch-preußischen Anleihemarkt dauernd kontrollieren. Eine dauernde Kontrolle im Gegensatz zu einer nur vorübergehenden [1]) erfordert aber sehr bedeutende Kapitalien. Die disponiblen Mittel der Seehandlung erschienen nun im Mißverhältnis mit der zirkulierenden und rasch zunehmenden Reichsanleihe und Konsolmasse. Gelegentlich der Erörterungen über den Kursstand unserer Staatsfonds ist verschiedentlich in Finanzblättern, im Reichstag und preußischen Landtag die Forderung einer Kapitalerhöhung der Seehandlung wiedergekehrt. Z. B. hat im März 1904 der Finanzminister Freiherr v. Rheinbaben im preußischen Abgeordnetenhause ebenfalls diesen Gedanken ausgesprochen: Innerhalb der letzten 15 Jahre habe z. B. die Diskontogesellschaft ihr Kommanditkapital von 60 auf 160 Millionen Mk. erhöht, das der Seehandlung sei unverändert geblieben und teilweise in Immobilien festgelegt. Wenn schon der Vergleich eines Kreditinstitutes mit der Seehandlung von diesem Gesichtspunkte aus sehr hinkt, da die Gründe der Kapitalserhöhungen von Kreditbanken, die andere Funktionen erfüllen, nicht für die Seehandlung maßgebend sind, ist es bedenklich, im Zusammenhange mit der Besserung unseres Staatskredites von einer Erhöhung des Grundkapitals der Seehandlung zu sprechen. Diese Erhöhung ist 1904 von 65 auf 99 Millionen Mk. erfolgt und nach den im preußischen Landtage gepflogenen Verhandlungen wenigstens ist die Kontrollierung unseres Anleihemarktes der Hauptgrund der Kapitalserhöhung gewesen [2]).

---

[1]) Siehe Kapitel VII Emissionen.

[2]) Interessant ist hierzu die Bemerkung von Raffalovich (im Economiste français, 20. August 1904): „On voit que la pharmacopée prussienne ne diffère pas beaucoup de celle des autres pays. Il y a cependant une différence, c'est que rarement un gouvernement a avoué aussi nettement une politique d'intervention sur le marché." Sonderbarerweise wird nämlich in den Motiven zum Gesetz bezüglich der Erhöhung des Kapitals der Seehandlung als Hauptgrund die Kontrollierung des Marktes bezeichnet.

Welche Veränderungen im Staatskredit haben wir von dem erweiterten Aufgabenkreis der Seehandlung zu erwarten? Die Seehandlung, das Bindeglied zwischen Staat und Geldmarkt, ist zwar ein großes Reportinstitut, leiht bedeutende Summen an der Börse aus, diskontiert Schatzscheine, ist an Emissionen von Staatsanleihen beteiligt und vermag sogar die Diskontopolitik der Reichsbank zeitweise zu konterminieren. Aber mit Beeinflussung der Zinssätze auf dem viel sensibleren Markte für kurzfristige Anlagen hat es eine ganz andere Bewandtnis als auf dem für langfristige. Mehr als wahrscheinlich ist, daß durch die vorgeschlagene Kursregulierung die Seehandlung allmählich ihre Kapitalien immobilisiert, ohne den Markt dauernd kontrollieren und die Kursbewegungen stabilisieren zu können. Denn trotz der Kapitalserhöhung stehen die zu diesem Zwecke verwendbaren Kapitalien außer jedem Verhältnis zur Zirkulation von Reichsanleihen und Konsols. Große Kursschwankungen vermag die Seehandlung nicht auszugleichen — und das wäre auch kein vom volkswirtschaftlichen Standpunkte aus erstrebenswertes Ziel — und die kleinen Tagesschwankungen werden von einer lebhaften und dauernden Tagesspekulation viel rationeller automatisch ausgeglichen. Gerade volkswirtschaftlich ist es eine bedenkliche Entwicklung, wenn einerseits durch die Bankenkonzentration, andererseits durch die Seehandlung die natürliche Preisbildung immer mehr durch eine künstliche ersetzt wird. Zu einer rationellen Kursregulierung gehört viel geschäftsmännische Erfahrung; man muß zur richtigen Zeit Effektenposten abstoßen und zum geeigneten Zeitpunkte ankaufen. Es ist aber äußerst schwierig, mitten in der Kursbewegung stehend, diese richtig nach ihren Ursachen zu beurteilen und dementsprechend rasch, wie an der Börse unbedingt nötig ist, einzugreifen. Sind die an den Markt kommenden Reichsanleihen nur auf zufällige Realisationen zurückzuführen oder auf eine sich anbahnende Zinsfußveränderung? Solche Fragen erfordern viel Erfahrung und Scharfblick. Eine große geschäftsmännische Geschicklichkeit und Beweglichkeit hat aber nach dieser Richtung hin die Seehandlung bisher nicht bewiesen. Wird sie durch ihre Geschäftstätigkeit oder nach früheren ungerechtfertigten Ankäufen

gezwungen, plötzlich Anleihen zu verkaufen, so drohen Kurserschütterungen. Die Kursschwankungen machen ihre Geschäftsergebnisse unsicherer[1]); Kursrückgänge können ihr enorme Verluste verursachen, so daß die Einsetzung eines Spezialreservefonds von der Budgetkommission zur Deckung solcher Verluste vorgeschlagen wurde. Die Seehandlung wird aber in ihrer Bewegungsfreiheit durch derartige Geschäfte beeinträchtigt und ihre Liquidität verringert. Endlich liegt die Befürchtung nahe, daß mit einer solchen Einrichtung Mißbrauch seitens des Staates getrieben wird und die Seehandlung sich allmählich zu einer großen Depositenkasse mit all ihren Schäden wie in Frankreich auswächst. Ein „großes Mittel" zur Hebung des Staatskredites, wie Rheinbaben hofft[2]), dürfte aber von dieser Seite nicht zu erwarten sein[3]).

Die Anlagemöglichkeiten von Vormundschaftsgeldern, für welche nach Artikel 212 des Einführungsgesetzes zum B.G.B. landesgesetzliche Vorschriften in Kraft bleiben, sind zahlreich, die Nachfrage ist aber nicht so intensiv wie in England und Frankreich. Nur das Kursniveau einiger weniger Staatsfonds (insbesonders der Elsässisch-Lothringischen Rente) ist daher von dieser Seite merklich beeinflußt. Außer Staatspapieren sind im allgemeinen als mündelsicher zugelassen: Kommunalobligationen, Pfandbriefe einer Anzahl von Hypothekenbanken[4])

---

[1]) Schon verschiedentlich hatte sie große Verluste durch heimische Effekten erlitten, z. B. ist 1890—1891 das Erträgnis nach dem Verwaltungsberichte von 8,19% auf 5,87% infolge der an einheimischen Werten erlittenen Kursverluste gesunken.

[2]) Reichstagsverhandlungen 1904.

[3]) Solche Hoffnungen erinnern wohl an gewisse Bimetallisten und Agrarier, die eine Erhöhung des Grundkapitales der Reichsbank fordern, damit der Diskonto sich ermäßige und die Landwirtschaft billigeren Kredit erhalte.

[4]) Mündelsicher sind z. B. die Pfandbriefe der Aktiengesellschaft für Boden- und Kommunalkredit in Elsaß-Lothringen (für Elsaß-Lothringen), der Deutschen Grundkreditbank (für sächsische Herzogtümer), der Deutschen Hypothekenbank Meiningen (Sachsen-Meiningen), der Leipziger Hypothekenbank (für Königreich Sachsen), der Rheinischen Hypothekenbank (für Baden und Hessen), der Sächsischen Bodenkreditanstalt (für Königreich Sachsen), der Schwarzburgischen Hypothekenbank (für Schwarz-

(in Preußen nur deren Kommunalobligationen), Rentenbriefe der Rentenbanken und die mit staatlicher Genehmigung ausgegebenen landschaftlichen Pfandbriefe. Endlich allenthalben sichere Hypotheken.

Die Tilgungsfrage ist nacheinander im Reiche und in den größeren Bundesstaaten zu behandeln.

Das Reich ist bis in die neueste Zeit mit fast alljährlichen Neuemissionen an den Markt gekommen. Seine Schuld hat sich von 1877—1903 von 16,3 Millionen Mk. auf über 3 Milliarden Mk. vermehrt und abgesehen von einigen kaum ins Gewicht fallenden Gelegenheitstilgungen (lex Lieber) ist bis jetzt für Amortisationszwecke so gut wie nichts geschehen.

In Preußen, dessen Staatsschuld ebenfalls rapid zunimmt, wurde 1896 das Prinzip der freien Tilgung inauguriert, und damit steuerte man wie gewöhnlich die Staaten mit freier Tilgung allmählich der Nichttilgung zu. Im Jahre 1896 waren von der Gesamtschuld von 6476 Millionen Mk. nur 182 Millionen Mk. oder kaum 3% der Staatsschuld der Rückzahlungspflicht unterworfen[1]). Während die Amortisationsquote früher durchweg sehr hoch gewesen war, erreichte sie von 1884—1896 laut Tabelle 30 1889 mit 1,4% ihr Maximum und war im Durchschnitt dieser Jahre nur ½ %, also ziemlich niedrig. Durch Gesetz vom 8. März 1897 ist wenigstens eine bestimmte minimale Quote von ⅗ % in den Etat aufgenommen worden. Zwar kann der Staat diese Amortisation jederzeit wieder aufheben, aber in normalen Finanzjahren scheint doch für eine regelmäßige Tilgung gesorgt zu sein. Daneben war in § 3 des Gesetzes vorgesehen, daß Rechnungsüberschüsse in vollem Betrage zu verwenden sind. Schon durch das Gesetz vom 3. Mai 1903, betreffend die Bildung eines Ausgleichsfonds für die Eisenbahnverwaltung, wurde letztere Bestimmung praktisch

---

burg-Sondershausen), der Württembergischen Hypothekenbank (für Württemberg). Die bayerische Regierung hat 1899 für alle Pfandbriefe bayerischer Hypothekeninstitute die Mündelmäßigkeit, soweit dieselbe nicht schon früher bestanden hatte, zugelassen.

[1]) Diese und die folgenden Zahlen sind zum Teil Schwarz, „Staatsschuldentilgung in den größeren europäischen und deutschen Staaten“ entnommen.

wieder so gut wie aufgehoben; denn über etwaige Überschüsse wird in weitgehendem Maße anderweitig verfügt.

Von den 4 größeren Bundesstaaten Bayern, Sachsen, Württemberg und Baden ist im Durchschnitt der 12 Jahre (1884—1895) die Tilgungsquote in Bayern mit 0,26% am geringsten gewesen. Vor 1880, d. h. vor Annahme der freien Tilgung, hat man in Bayern regelmäßig $^2/_3$% der jeweiligen Schuld zurückgezahlt. In den zwei Jahren Oktober 1901 bis Oktober 1903, auf die sich der letzte Bericht des Staatsschuldkommissärs der Kammer der Abgeordneten erstreckt, bezifferte sich der verlosungsmäßig heimzuzahlende Gesamtbetrag auf 9 883 000 Mk. bei einem Schuldenstande von 1 730 704 000 Mk. Wenn dieser schon minimale Prozentsatz nicht noch bedeutender in den letzten Jahren herabgegangen ist, so hat dies seinen Grund vornehmlich darin, daß das Tilgungssoll des Prämienanleihens laut gesetzlich fixierten Verlosungsplanes von Jahr zu Jahr eine nicht unwesentliche Steigerung erfährt [1]). So viel über die Amortisation der Gesamtschuld. Für die vier Arten der Staatsschuld bestehen verschiedene Tilgungsprinzipien.

a) Die Eisenbahnschuld, die fast $^2/_3$ der gesamten Staatsschuld Bayerns (1418 Millionen Mk. im Jahre 1896) ausmacht, nimmt stark zu. Im Jahre 1879 hatte man der freien Tilgung Eingang verschafft, aber charakteristischerweise seit 1884 überhaupt nicht mehr getilgt [2]).

b) Die Landeskulturrentenschuld ist unbedeutend und die Amortisation kaum nennenswert.

c) Die Grundrentenablösungsschuld ist in fortwährendem Rückgang und bewegte sich von 1884—1897 zwischen 141

---

[1]) Franz Segner, Finanzarchiv 1904.

[2]) Die letzte Begründung der Nichttilgung findet sich in den Motiven zu den Finanzgesetzentwürfen 1881 und 1883—1884. (Verhandlungen der Kammer der Abgeordneten 1883—1884, Beil. Band III, S. 5 und 1881, Beil. Band I, Beil. II, S. 5.) 1881 hieß es: Mit Rücksicht auf die zur Zeit noch im Gange befindlichen Konvertierungen der noch im Guldenfuße bestehenden Eisenbahnschuld und auf den hohen Stand des Kurses der 4% Staatspapiere wurde für die Tilgung der Eisenbahnschuld eine Dotation nicht vorgesehen. 1883—1884 entschuldigte man die Nichttilgung nur noch mit dem Hinweis auf die hohen Kurse der Fonds. Von da ab ist die Amortisation ohne nähere Angaben überhaupt unterblieben.

und 165 Millionen Mk. (August 1903 nur noch 127,9 Millionen Mk.). Jährlich wurden hievon im Durchschnitt der Jahre 1884—1897 1,6 Millionen Mk., also ca. 1% durch Zwang getilgt. Bis spätestens 1942 wird die ganze Schuld, die sich laut Gesetz von 1898 nicht mehr vermehren kann, erloschen sein.

d) Die allgemeine Staatsschuld nahm bis auf die neueste Zeit durch Zwangstilgung regelmäßig ab, nämlich von 1884 bis 1901 von 236,5 Millionen auf 200 Millionen. 1901—1902 wurde sie auf 218 Millionen und bis August 1903 bis auf 240 Millionen Mk. wieder vermehrt. Für den größeren Teil der Schuld besteht seit 1878 Tilgungsfreiheit. Im Jahre 1906 wird die vertragsmäßig verlosbare Prämienanleihe verschwinden und damit wohl die Tilgung der allgemeinen Schuld überhaupt aufhören.

Am stärksten ist laut Tabelle 30 das Tilgungsprozent in Baden, nämlich im Durchschnitt der Jahre 1884—1895 1,5%, im Durchschnitt der Jahre 1882—1901 sogar 1,87%. Die Badische Staatsschuld ist ausschließlich Eisenbahnschuld und zirkulierte in den Jahren 1880—1895 in amortissablen Anleihen mit jährlicher Verlosung im Betrage von maximal 334,5 Millionen Mk. und minimal 291,8 Millionen Mk. Über die Wirkung der sehr lebhaften vertragsmäßig festgelegten Amortisation auf die Anleihekurse schreibt Buchenberger[1]): „Wie der Tilgungszwang eine aus allgemeinen Gründen wünschenswerte allmähliche Tilgung des Anlagekapitales ermöglicht hat, so ist auch die Annahme auszusprechen gestattet, daß auf die günstigen Kursbegebungen der badischen Anleihen dieses System der planmäßigen Tilgung nicht ohne Einfluß gewesen ist“ [2]).

---

[1]) Finanzpolitik und Finanzhaushalt im Großherzogtum Baden 1850 bis 1900.

[2]) In dieser gemäßigten Form wohl annehmbar. Aber die Vorzüge, die der vertragsmäßigen Auslosung sonst in Finanzlehrbüchern beigemessen werden, sind, soweit sie mit einer wesentlichen Besserung des Staatskredites in Zusammenhang gebracht werden, zum mindesten übertrieben; dazu sind die Tilgungsquoten und Gewinnchancen aus der Verlosung viel zu geringfügig. Diese Art der Amortisation engt den Staat ein, der Konjunkturen und Kurschancen nicht ausnützen kann, da er seine Titres jeweils zum Nennwerte zurückzahlen muß.

Sachsen weist für seine amortissablen Renten, die zwischen 625 und 701 Millionen Mk. in dem Zeitraum von 1884—1895 sich bewegten, die hohe Tilgungsquote von 1,38% durchschnittlich auf. In den meisten Anleihegesetzen ist Tilgungspflicht vorgesehen, die 3% Anleihen sind jedoch hierin einander nicht gleichgestellt. Einige werden ausgelost; für die Anleihe von 1876 ist die Amortisation nicht obligatorisch, für die späteren soll sie mit mindestens 1 % der begebenen Summen durch Rückkauf geschehen.

Die Württembergische Staatsschuld schwankte 1884—1896 zwischen 463 Millionen Mk. maximal und 421 Millionen Mk. minimal. Durchschnittlich wurden in diesen Jahren 0,72% getilgt. Für fast sämtliche Jahrgänge der Staatsschuld seit 1885 ist eine vertragsmäßige Verlosung festgesetzt. Nach dem Schuldtilgungsgesetz vom 18. Mai 1903 sollen jährlich $^3/_5$ % der Staatsschuld durch Rückkauf bezw. Kündigung zurückbezahlt werden, so daß also sämtliche Anleihen einer Zwangstilgung unterliegen. Aber auch künftig ist eine außerordentliche Amortisation mit $^2/_5$ des erzielten Überschusses vorgesehen.

Gerade in kleineren Bundesstaaten wie Sachsen und Baden wird also lebhafter getilgt als in Bayern und Preußen oder gar im Reiche. In jenen Staaten sind jedoch die Schuldsummen und Tilgungsbeträge zu gering, um das allgemeine Kursniveau unserer Staatsfonds zu heben.

Nach unseren prinzipiellen Auseinandersetzungen über die Tilgungsfrage wäre nur zu wünschen, daß Reich und Bundesstaaten allgemein sich zu einer energischen, prozentualen Zwangstilgung aus laufenden Mitteln verstehen würden.

Das Endresultat unserer Betrachtungen in diesem Kapitel läßt sich dahin zusammenfassen: In England und Frankreich werden die Staatsfondskurse durch staatliche Einmischungen aller Art gehoben, während bei uns solche Haussemomente nahezu ganz fehlen.

Siebentes Kapitel

Emissionen und Konversionen und ihr Einfluß auf den Markt der Staatsfonds

Nach ihren markt- und kursbeeinflussenden Wirkungen sind hier näher zu untersuchen:

A. Die Emissionen.

I. Emissionsmodus.

II. Festsetzung des Emissionspreises und Zeit und Häufigkeit der Emissionen.

A. Geschichtliche Entwicklung der Staatsanleihen von 1887—1900 im Reich und in Preußen im Zusammenhang mit dem Geldmarkt.

B. Ergebnisse dieser Entwicklung hinsichtlich ihrer Bedeutung für Markt und Kurse der Staatsfonds.

C. Gegenüberstellung der französischen und englischen Entwicklung und Vergleich mit der deutschen.

III. Emissionsbedingungen und Reduktion der gezeichneten Summen mit besonderer Rücksicht auf die Klassierung.

B. Konversionen, Technik und Zeit ihrer Durchführung.

A. Die Emissionen

I. In den drei Ländern sind die drei Hauptsysteme der Begebung öffentlicher Anleihen in Anwendung, nämlich das der öffentlichen Subskription, das der Submission mit Minimalpreis und das der festen Begebung an Konsortien. Das für gewisse Anleihen in England praktizierte Tendersystem vereinigt in sich die größten Vorzüge für den Staat. Dieser schreibt die Anleihen aus und nimmt Offerten zu einem von ihm festgesetzten Minimalpreis entgegen. Wer einen höheren Kurs bietet, wird in der Zuteilung bevorzugt. Die Zeichnungen

des Höchstbietenden werden am höchsten resp. voll berücksichtigt. So kommt es, daß dort der Durchschnittspreis oft erheblich über den von Emittenten angesetzten sich erhebt und der Schuldner den jeweils höchstmöglichen Kurs für seine Anleihen erhält. Die Regierung setzt sich nicht so sehr der Gefahr aus, durch einen falsch fixierten Subskriptionspreis die Emission zu gefährden und dem Staatskredite zu schaden. Das System eignet sich besonders für Länder, in denen kapitalkräftige Subskribenten genügend hohe Kautionen hinterlegen können. Ferner begünstigt es mehr die Banken als das anlagesuchende Publikum und ist daher für deutsche Verhältnisse nicht empfehlenswert. Es ist auch in England mehr für kleinere Anleihen, so besonders Kolonial- und Munizipalanleihen, in Anwendung. Während des Burenkrieges nahm auch die englische Regierung für ihre großen Anleihen von dem Tendersystem Abstand. Die Konsolanleihen wurden fest Banken zugeteilt oder direkt zur öffentlichen Subskription aufgelegt.

Während bei dem Submissionsverfahren die Konkurrenz der Subskribenten auf die Höhe des Zeichnungspreises gerichtet ist und die Zeichnungen mehr dem wirklichen Anlagebedarf sich nähern, geht bei dem französischen System der öffentlichen Subskription mit angeblicher Ausschaltung der Banken die Konkurrenz auf die Höhe der Zeichnungssummen. In Frankreich wurden von 1814—1830 wegen des damals wenig entwickelten Staatskredites die Renten an der Börse oder durch Vermittlung von Banken begeben. 1830—1848 nahm die Staatsschuld kaum zu. Aber schon während des zweiten Kaiserreiches und von da an bis heute war das fast durchweg praktizierte Begebungssystem das der öffentlichen Subskription[1]). Der Erfolg solcher Emissionen ist nur sicher bei kräftig entwickeltem Staatskredit, da nur unter dieser Voraussetzung der Staat sichere Abnehmer für seine Schuldtitel hat. Indem er sich direkt an das Publikum wendet, zeigt dieses, wenn im Lande der esprit public genügend ausgebildet ist, mehr Elan

[1]) Sollte das Jaffé in seinem Buche: „Das englische Bankwesen“ 1905 nicht wissen, wenn er auf S. 55 sagt: England, das noch im Krimkrieg seine Anleihen durch Rothschild aufnahm, bringt sie — wohl als einziger Staat — ohne jede Vermittlung beim Publikum unter.

und Patriotismus, als wenn er sich der Bankiervermittlung bedient. So z. B. besonders 1871 und 1872. Erleichtert werden in Frankreich die Rentenemissionen durch den engeren Kontakt der Regierung mit der Finanzwelt als in Deutschland. Der Finanzminister darf dabei nicht bloßer Verwaltungsbeamter sein, sondern muß zugleich eine geschäftsmännische Ader haben, da ihm allein die Entscheidung über Zeit der Emission, Emissionsbedingungen, Emissionskurs etc. zufällt; er hat ja nicht einmal die bestimmte Garantie, daß die Anleihe auch voll gezeichnet wird. Eine große Erleichterung für das Unterbringen von Anleihen liegt in der Aufstellung einer großen Anzahl Steuerbeamter (sämtliche trésoriers payeurs généraux, receveurs particuliers des finances und die vom Finanzminister bezeichneten percepteurs) und sämtlicher Filialen der Banque de France als Zeichnungsstellen. Die Generaleinnehmer selbst übernehmen große Rentenposten, um sie später im kleinen an das Publikum abzugeben.

Lange Zeit hat man die Vorzüge dieser Emissionstechnik vor denen der Zuteilung an Bankkonsortien betont und auf erstere als vorbildlich und nachahmenswert hingewiesen. Auch heute noch sind ihre Lobredner zahlreich.

Die im Reich (ausgenommen 1891—1894) und in den meisten größeren Bundesstaaten übliche Begebung der Anleihen an Bankkonsortien hat den Vorzug, daß der Staat für seine Anleihen einen festen Preis (Übernahmepreis) von den übernehmenden Banken erhält und um den weiteren Absatz der Anleihen sich nicht zu kümmern braucht. Die Banken legen für eigene Rechnung und Gefahr die Anleihen zur öffentlichen Subskription auf und führen den Absatz kraft ihrer straff einheitlichen Organisation durch. Die Voraussetzungen sind eine große Kontokorrentkundschaft und zahlreiche Beziehungen der übernehmenden Banken zu solchen in der Provinz. Das Bankenkonsortium, das Reichs- und preußische Konsolanleihen übernimmt, Preußenkonsortium[1]) genannt, reicht in seinen Anfängen

[1]) Preußische Zentralgenossenschaftskasse, Bank für Handel und Industrie, Berliner Bank, Berliner Handelsgesellschaft, Bleichröder, Breslauer Diskontobank (liquidiert), Kommerz- und Diskontobank, Delbrück, Leo u. Co., Deutsche Bank, Deutsche Genossenschaftsbank, Direktion der

bis in die 50er Jahre des 19. Jahrhunderts zurück und ist nur jeweils bei Übernahme von Anleihen zusammengetreten. In den 70er Jahren hat es sich immer mehr erweitert, in den 80er Jahren dagegen vorübergehend an Bedeutung verloren wegen Änderung des Emissionsmodus im Reich und in Preußen. Dann ist der Kreis der Konsortialen in den 90er Jahren größer geworden und 1900 hat es die hauptsächlichen Berliner Großbanken unter Führung der Reichsbank und der Seehandlung umfaßt. Die starke Teilnahme der Reichsbank ist nicht ganz glücklich, da sie nicht die geeignete Kundschaft hat und ihr Apparat zu schwerfällig funktioniert. Durch die vorherrschende Stellung innerhalb des Konsortiums und durch die Tätigkeit der Seehandlung als eines staatlichen Institutes werden mitunter die Gewinne der Konsortialen stark geschmälert. Die staatlichen Institute überhaupt, von der Reichsbank herab bis zur Königlich bayerischen Bank, haben an erfolgreicher Durchführung der Emissionen keinen großen Anteil.

Trotz eingehender Kenntnis der Marktchancen geht das Preußenkonsortium bei Übernahme von Reichs- und Konsolanleihen ein gewisses Verlustrisiko ein, denn der Erfolg der Anleihen hängt davon ab, wie bis zum Zeichnungstage die politischen und finanziellen Verhältnisse, insonderheit die am Geldmarkte, sich gestalten. In Deutschland findet die Subskription bald nach der Prospektveröffentlichung statt, wodurch der unerfreuliche Handel per Erscheinen, der in England begegnet, ziemlich beseitigt[1]) wird. Zur Beschränkung des Risikos gibt das Konsortium Unterbeteiligungen an Banken in der Provinz ab, so daß als Zeichnungsstellen eine große Anzahl von Banken figuriert. Je nach der Summe des Erlöses gegenüber dem Einkaufspreise sind die einzelnen Teilnehmer an Gewinn oder Verlust verhältnismäßig beteiligt. Theoretisch liegt nun der Gedanke nahe, daß ein Staat, der seine Anleihen

---

Diskontogesellschaft, Dresdner Bank, F. W. Krause u. Co., Mendelssohn u. Co., Mitteldeutsche Kreditbank, Nationalbank für Deutschland, A. Schaaffhausenscher Bankverein, Gebrüder Schickler, Robert Warschauer u. Co.

[1]) Wenn auch der Handel per Erscheinen bei uns durch das neue Börsengesetz unterdrückt worden ist, so wären an sich Umsätze ohne Kursveröffentlichung an der Börse nicht zu hindern.

direkt an das Publikum unter Ausschaltung der Banken begibt, einen umso höheren Preis für seine Anleihen erzielen kann, als der Unterschied zwischen Übernahme und Subskriptionspreis bei Begebung durch Konsortien beträgt. Lorenz v. Stein z. B. sagt, letztere Art der Anleihe sei für den Staat eine sichere, aber auch stets teurere Form der Börsenanleihe. Wir haben diese Behauptung auf ihre Richtigkeit noch näher zu prüfen. Das Verhältnis des Übernahme-, Subskriptions- und Tageskurses kann man nur an einer historischen Entwicklung zufriedenstellend zeigen. Denn die Festsetzung der einzelnen Kurse resp. ihres gegenseitigen Abstandes hängt von der momentanen Geldmarktlage und der des Staatsfondsmarktes im besonderen ab. Für diese Lage ist aber die Wahl des Zeitpunktes und das häufige Emittieren neuer Anleihen von allergrößter Wichtigkeit. Sie stehen in engstem Zusammenhange miteinander. Zunächst ist also eine geschichtliche Entwicklung der deutschen Reichs- und Bundesstaatsanleihen nach diesen Gesichtspunkten zu geben.

II. Festsetzung des Emissionspreises und Zeit und Häufigkeit der Emissionen.

A. Geschichtliche Entwicklung der Staatsanleihen von 1887—1900 im Reich und in Preußen im Zusammenhange mit dem Geldmarkt.

Die Jahre 1885—1887 waren charakterisiert durch eine überstürzte Konversionsperiode. Mit der schnellen Veränderung im Nominalzins der Effekten ging naturgemäß eine Deklassierung inländischer Rentenpapiere einher. Trotz der Überschwemmung des Marktes auch mit neu emittierten $3\frac{1}{2}$ %igen Werten stiegen die meisten Rentenpapierkurse wegen des großen Anlagebedarfes des Publikums zunächst weiter. Aber viele Kapitalisten waren mit dem geringeren Einkommen nicht zufrieden. Die Berliner Banken entsprachen den Bedürfnissen des Publikums und brachten massenweise exotische Werte zweiter, dritter und noch geringerer Qualität an den Markt. Mit ihrem Eindringen, sowie mit den seit 1887, besonders aber 1888 zahlreicheren und rentableren Aktienemissionen bereitete sich eine Ver-

änderung in der Richtung der Anlagen mit Vernachlässigung der Rentenpapiere vor.

Wie sah es am Staatsfondsmarkte in jenen Jahren aus? Bayern wollte Anfang 1887 ca. 6 Millionen Mk. 3½ % Obligationen emittieren, hat sich aber wegen der damals ungünstigen Marktlage hinterher zur Begebung von 6 Millionen Mk. 4% Obligationen durch Vermittlung der Königlichen Bank entschlossen. Nach langer Zeit haben wieder Preußen und Reich mit allerdings kleinen Beträgen von 25 Millionen Mk. 3½ % Konsols und 26 Millionen Mk. 3½ % Reichsanleihen sich im Januar 1887 an ein Garantiekonsortium, das seit Jahren umgangen worden war, gewandt. Diese Übernahme war eine „patriotische Tat", da nicht nur aller Wahrscheinlichkeit nach ein Rückgang des Kurses bei den ungünstigen Marktverhältnissen sicher war, sondern auch der Absatz 3½ % Werte stockte. Am 31. Dezember 1886 notierten 3½ % Konsols 102, am 4. Februar 1887 nur noch 97, allerdings mit unter dem Drucke politischer Unruhen. Schon in den nächsten Monaten hat die Erwartung einer neuen Reichsanleihe die Kurse der alten Anleihen gedrückt. Die Berliner Börsenzeitung schrieb hierüber am 16. April 1887: „Preußische und deutsche Fonds bekundeten heute nur schwache Haltung und waren zum Teil weichend, weil man annimmt, daß in nächster Zeit größere Beträge neuer preußischer und deutscher Anleihen an den Markt kommen werden." Ferner am 21. April 1887: „Die Börse wurde schließlich matt infolge von sehr übertriebenen Gerüchten, die bezüglich der vom Reichstage zu fordernden Nachtragskredite umgingen. Die Ankündigung, daß die 3½ % Reichsanleihen wieder vergrößert werden sollen, hat einen Fall der 3½ % preußischen Konsols auf 98¾ hervorgerufen." Am 15. Juli 1887, in einer Zeit, in der Bismarck den Feldzug gegen den russischen Kredit führte und in der starker Anlagebedarf (Couponsverfall) hervorzutreten pflegt, wurden 100 Millionen Mk. 3½ % Reichsanleihen zu 99 durch ein Konsortium aufgelegt. Der Subskriptionskurs war 70 Pf. über dem Übernahmekurs und etwa 50 Pf. unter dem Tageskurs. Die Anleihe hatte wider Erwarten großen Subskriptionserfolg. Sie wurde unter lebhafter Beteiligung seriöser Zeichner im ganzen

siebenfach subskribiert. Das Konsortium löste sich am 12. Juli 1887 auf. Die gute Haltung der Kurse nach der Emission kam anderen Emittenten zu statten. Bremen konnte kurz darauf 10 Millionen Mk. 3½ % Staatsanleihen zu 98⅝, Hamburg am 22. September sogar 40 Millionen Mk. ebenfalls 3½ % Titres zu 99,15 begeben. Nach Berechnungen der Freisinnigen Zeitung war die 100 Millionen Mk.-Anleihe nur die erste Emission eines auf 270 Millionen sich belaufenden Totalbetrages, von dem voraussichtlich im Januar 1888 weitere 100 Millionen zur Ausgabe kommen sollten. Trotz lebhafterer Emissionstätigkeit in diesem Jahre hielt die Geldflüssigkeit an, und so erklärt sich, daß die Kurse der 3½ % Reichsanleihen und Konsols selbst durch den fortwährenden freihändigen Verkauf 3½ % Titres nicht beeinflußt wurden. Bei diesem Verkaufssystem bietet der Staat eigenhändig seine Obligationen am Markte zum Verkauf aus. Der betreffende Börsenmakler bildet die maßgebende Verkaufsstelle. Eine fortwährende Effektenabgabe im kleinen steht mit der Frage der Zeit und Häufigkeit der Emission in engstem Zusammenhang und zwar in ungünstigem Sinne. Die Klassierung der so vertriebenen Staatsfonds vollzieht sich sehr langsam und häufig unter Kursrückgang; der Markt wird weit länger unter Druck gehalten als durch eine regelrechte Emission von größerem Umfange. Am 24. November 1887 waren 115 Millionen Mk. 3½ % Reichsanleihe in Umlauf. Dazu wurden auf diese Art begeben bis Ende 1887 5 Millionen Mk. (zu 100,10—100,20); bis 30. Juni 1888 131,88 Millionen Mk. (durchschnittlich zu 100,70); bis 15. November 1888 45,90 Millionen Mk. Der Staatsfondsmarkt war in steter Unsicherheit wegen neuer derartiger Verkäufe aus erster Hand. Wenn auch die Kurse sich zunächst gut gehalten haben, ist doch die Aufnahmefähigkeit des Marktes für spätere Emissionen durch diese Verkäufe stark beeinträchtigt worden. Im II. Semester 1889 ließen Konversionsbefürchtungen keine Kursbesserung der 4% Reichsanleihen und Konsols mehr aufkommen; die ganz unzeitmäßige Konversion von 1110 Millionen Mk. 4% Prioritäten steigerte die bereits eingetretene Deklassierung. Rentenpapiere waren vernachlässigt und ihre Kurse nach abwärts gerichtet. Unter diesen ungünstigen Markt-

dispositionen übernahm Anfang Februar 1890, kurz bevor der Rückgang der Konjunktur mit einer scharfen Börsenkrisis sich anbahnte, ein Bankenkonsortium 129 Millionen Mk. 3½ % Reichsanleihen zu 102 und legte sie zu 102½, d. h. 50 Pf. unter dem Tageskurs, auf. Der überaus ungünstige Zeitpunkt der Emission kam in den Folgen deutlich zum Ausdruck. Schon bei der Begebung entstanden wegen des anziehenden Zinsfußes Schwierigkeiten; noch mehr bei der dauernden Klassierung. Nicht genug! Die fortwährenden Abgaben aus erster Hand drückten in jener Zeit die Kurse der 3½ % Werte, so daß diese viel stärker als die 4%igen nachgaben und eine Kursbesserung so gut wie unmöglich machten. Von der schwachen Haltung der 3½ % Staatsfonds ist die der übrigen 3½ % Werte ausgegangen. Bremen mußte im Juni 3½ % Obligationen zu 96⅛ begeben, während die 3½ % Reichsanleihe kaum 4½ Monate zuvor zu 102½ emittiert werden konnte. Folgende Tabelle soll die Kursrückgänge besonders der 3½ % Fonds veranschaulichen:

	1. Juni 1889	6. Juni 1890	
4% Reichsanleihe	108,20	107,—	
Konsols	106,80	106,65	Durchschnittlicher Rückgang 0,73 Punkte
Badische Staatsobligationen .	105,—	103,85	
Bayrische Staatsobligationen .	106,75	106,10	
Hessische Staatsobligationen .	105,80	105,40	
Württembg. Staatsobligationen	106,10	105,20	
3½ % Reichsanleihe	104,50	100,90	
Konsols	105,70	101,—	Durchschnittlicher Rückgang 3,67 Punkte.
Preußische Staatsschuldscheine	101,60	99,70	
Hamburger Stadtobligationen	104,80	99,70	
3% Sächsische Rente . . .	96,55	93,50	

Mitte Juni bereits waren die 3½ % Konsols und Reichsanleihen über pari. In dieser Zeit gingen erstere einmal bei einem Plus des Angebotes von nur 350000 Mk. um 65 Pf. zurück. Ein solcher Preissturz zeigt zur Genüge, auf wie schwachen Füßen unsere Anleihekurse damals standen.

Dabei lasteten in jener Zeit schon wieder Mitteilungen der Presse von einer in Aussicht stehenden großen Reichsanleihe auf den Kursen. Mitte Juli 1890 mußte wegen der noch vom Februar vorhandenen Bestände das Konsortium auf einen Mo-

nat verlängert werden. Der Absatz der noch nicht verkauften 36 Millionen Mk. [1]) stockte und Nachfrage kam nur bei weichenden Kursen zum Vorschein. Vom 13.—19. Juli sind Konsols und Reichsanleihen wohl infolge von Abgaben des Konsortiums von 100,65 auf 100,15 gewichen. Mitte August hat sich das Konsortium nach Verteilung der noch unverkauft gebliebenen Stücke an die Mitbeteiligten aufgelöst, die jetzt bemüht waren, die übernommenen Posten systemlos möglichst rasch abzusetzen. Ein solches Vorgehen der Regierung und der Banken war geeignet, die Staatsanleihen dem Publikum zu entfremden und direkt den Staatskredit zu schädigen. Aus der Reichsanleiheübernahme erwuchs dem Konsortium ein Verlust von einigen Millionen Mark; wegen des überaus ungünstigen Zeitpunktes wäre eine Kontrolle des Marktes nicht möglich gewesen.

Kaum waren diese widrigen Momente verschwunden, da wiederholte sich von Mitte September 1890 ab das Gerücht, eine größere Emission 3% Reichsanleihe und Konsols sei zu erwarten. Aus diesem Grunde sind dann unsere Staatsfonds mehrfach sichtlich gewichen. Auch die Regierung hat diese Anleihen längst vorausgesehen. Charakteristisch für unsere Schuldenpolitik überhaupt sind die Worte des Reichsschatzsekretärs Freiherrn v. Maltzahn im Reichstage am 10. Dezember 1890: „Bereits im Frühjahr (die letzte Anleihe war im Februar aufgelegt worden) sei vorauszusehen gewesen, daß mit dem Herbst 1890 ein Zeitpunkt eintreten würde, an dem ein Posten neuer Reichsanleihen begeben werden müßte.“ Die Lage am Geldmarkt wurde, wie auch die wirtschaftliche im Herbst 1890 immer kritischer: Rußland entzog dem deutschen Geldmarkte große Summen, worauf der Diskontsatz sich noch mehr versteifte. Ähnlich wirkte die Silberspekulation in den Vereinigten Staaten von Amerika, die dem Zusammenbruche nahe war. Am 29. September begannen die Verhandlungen über eine neue Anleihe mit dem Konsortium [2]). Am 29. September erfolgte der Abschluß, nachdem die Konsortialen sich mit dem

[1]) Frankfurter Zeitung, 18. Juli 1890.

[2]) Die Ausführungen Adolf Webers über diese Anleihen in seinem Buche: „Spekulations- und Depositenbanken“ sind fehlerhaft und daher irreführend.

vom Finanzminister für die 3% Anleihe geforderten Übernahmepreis von 86,40 einverstanden erklärt hatten [1]). Inzwischen war am 26. September, also drei Tage vor dem Abschluß, von der Reichsbank der Diskontsatz von 4% auf 5% erhöht worden, am 11. Oktober auf 5½%. Zwei Tage vorher fand die Subskription auf eine Anleihe von 235 Millionen Mk. zu 87 statt, zum ersten Male im 3% Typus. Die Reichsanleihe wurde 2½fach, die Konsolanleihe 1½fach gezeichnet. Durch ihre Begebung in der denkbar ungünstigsten Zeit wurde ihr Absatz besonders in Börsenkreisen ungeheuer erschwert, zumal die Krisenerscheinungen immer deutlicher im Wirtschaftsleben hervortraten, und Privatdiskont und Reportsatz höher als die Verzinsung der Anleihen waren. Die Einzahlungen fielen gerade in die Monate, in denen der Diskont mit 5½% am höchsten war und vermehrten die Spannung am Geldmarkte. Am 12. Januar 1891, als der Diskont zurückging, waren die meisten Einzahlungen bereits geleistet. Das Konsortium hatte sich ohne nennenswerte Intervention fast sofort nach der Emission (am 15. Oktober) aufgelöst. Der völlig ungeeignete Zeitpunkt und der Übergang der Anleihe zumeist in die Hände von Konzertzeichnern hätte eine solche Intervention auch erfolglos gemacht. Unmittelbar nach der Subskription sanken die Kurse auf 86,30, d. h. 70 Pf. unter den Emissionskurs, und 2% unter den höchsten Kurs bei Eröffnung des Börsenverkehres. Die Frankfurter Zeitung [2]) berichtet hierüber: „Unter dem Drucke der Kursrückgänge ist das Geschäft in diesen 3% Papieren fast gänzlich eingeschlafen und es ist schwer, einen nur einigermaßen ansehnlichen Betrag ohne starken Kursdruck zu verkaufen.“ Zu diesem Kursrückgang hatte seit der Emission im Oktober das Bekanntwerden weiterer Kreditbewilligungen von bedeutendem Umfange mitgewirkt. Am 26. Oktober erreichte der Kurs der 3%igen infolge von Käufen aus Holland und Belgien wieder den Zeichnungspreis. Während 4% Reichsanleihen kaum eine Kurseinbuße erlitten haben, gingen die 3½%igen allmählich seit der Emission von 99,60 auf 97,30 am

[1]) Reichstagsverhandlungen, 10. Dezember 1890.
[2]) 18. Oktober 1890; ferner 6., 9., 12. und 13. Oktober.

19. November [1]) zurück und fast unverkäuflich geworden. Diese überaus schlechte Haltung, die auch die Erholung der 3% Reichsanleihe erschwerte, war unter anderem Verkäufen 3½% Werte aus erster Hand vom November 1890 bis Januar 1891 zuzuschreiben. Diese Verkäufe erklären auch, daß zum Quartalswechsel trotz des Bedarfes an Anlagewerten der Kursstand der 3½% Fonds sich nicht entsprechend besserte [2]). Von älteren Anleihekrediten wurden im September 1890, also zur Zeit des hohen Zinsfußes, 10¾ Millionen Mk. zu Kursen zwischen 97,80 und 98,60 abgegeben. Die starken Kursrückgänge der 3%igen und noch mehr der 3½% Reichsanleihen und Konsols haben im Publikum große Mißstimmung nach sich gezogen und damit waren die Aussichten auf die spätestens im Frühjahr 1891 erwartete neue Reichsanleihe und Konsolemission (400 Millionen Reich und 700 Millionen Preußen nach Berechnungen der Freisinnigen Zeitung) nicht gerade glänzend. Die 235 Millionen Mk.-Anleihe war noch lange nicht klassiert; die internationalen Geldmärkte waren durch den Zusammenbruch der Silberspekulation, durch die Revolution in Argentinien mit nachfolgendem Baringkrach und durch die offene Wirtschaftskrisis in Deutschland in den letzten drei Monaten des Jahres 1890 stark mitgenommen. Da wurde schon Mitte Januar 1891 in den Zeitungen das Erscheinen einer neuen Anleihe im Februar als wahrscheinlich angekündigt. Die Emissionsgerüchte wiederholten sich mit der Versicherung, daß der Staat sich nunmehr direkt an das Publikum wenden werde, wahrscheinlich mit 4% Titres. Obwohl durch den Konjunkturwechsel die Marktverhältnisse für eine Emission sehr günstig waren, fielen in Erwartung einer größeren Marktbelastung die Kurse der 3% Reichsanleihe, zu deren Erholung seit der letzten Emission nichts geschehen war. Denn ungeachtet des Umstandes, daß

---

[1])

10. Oktober	99,60	21. Oktober	98,90
11. „	99,30	29. „	98,70
13. „	99,10	6. November	98,60
14. „	99,—	17. „	98,—
15. „	98,80	19. „	97,30
17. „	98,50	21. „	97,30
20. „	98,70	26. „	97,80

[2]) Frankfurter Zeitung, 16. Januar 1891.

in nicht allzu ferner Zeit die Finanzverwaltungen ihren weiteren großen Geldbedarf decken mußten, wurde durch fortwährenden freihändigen Verkauf systematisch dafür gesorgt, daß die 3% Anleihen ihren letzten Emissionskurs nicht wieder erreichen konnten. Ihre Kurse gingen stetig zurück, je mehr die Emission in die Nähe rückte;

am	2.	Februar	notierten	sie 87,—
„	3.	„	„	„ 86,80
„	5.	„	„	„ 86,40
„	7.	„	„	„ 86,30
„	10.	„	„	„ 86,10
„	11.	„	„	„ 85,90.

Am 14. Februar 1891, in einer für Neuemissionen günstigen Jahreszeit, erschien der Prospekt über direkte Begebung von 450 Millionen Mk. Reichsanleihen und Konsols zu 84,40 (durch die Reichsbank 200 Millionen Mk. 3% Reichsanleihe, durch die Seehandlung 250 Millionen Mk. 3% preußischer Konsols). Der Subskriptionskurs war ungewöhnlich niedrig angesetzt, nämlich 1½ Punkte unter dem bereits durch Erwartung der neuen Anleihe erheblich gedrückten Tageskurs. Man wollte durch den großen Kursabstand die Spekulation anreizen. Aber auch Kapitalisten und das Ausland wurden stimuliert, da ihnen der ganze Zwischengewinn ungeschmälert zufiel. Schon vor der offiziellen Bekanntmachung der Subskription hat sich eine lebhafte Spekulation (an der neben inländischen Börsen London, Amsterdam und Brüssel interessiert waren) in den umlauffähig gemachten Interimsscheinen entwickelt. Das Ausland hat große Beträge zu Kursen von ca. 86 aufgenommen. Die älteren 3% Anleihen mußten wegen der starken Verkäufe zwecks Zeichnung auf neue 3% Reichsanleihen zurückweichen, die Rückgänge fanden aber ihre Grenze an den wesentlich über dem Subskriptionskurs gehandelten Skrips, die verschiedentlich fast das Niveau der alten Anleihen erreichten. So wurden durch die Spekulationstätigkeit die Kursunterschiede allmählich ausgeglichen. Je näher der Subskriptionstag heranrückte, desto mehr wurden die Zeichnungen vergrößert. Der Subskriptionserfolg war bis dahin unerreicht. Konsols wurden 29½fach, Reichsanleihen 46½fach gezeichnet. Außer für den Emissionsmodus war auch für Publizität und Einzahlungsraten das französische

Vorbild maßgebend. Die Klassierung ist nur schwierig von statten gegangen; aber das sehr rege gebliebene Ultimogeschäft hat den Kursrückgang bis Ende März aufgehalten, obwohl die ins Ausland gewanderten Konsols und Reichsanleihen bald nach der Emission zurückströmten. Erst nachdem der vor und nach der Zeichnung so lebhafte Handel in Skrips zusammengeschrumpft und der Markt für Reichsanleihen und Konsols wieder unbedeutender geworden war, haben schon geringe Angebote Preisfälle hervorgerufen. Ein nennenswerter Kursdruck ist aber erst vom Juli resp. August ab eingetreten, wobei jedoch allerhand Ursachen mitgewirkt haben. Auf eine für den Herbst erwartete Geldversteifung traf man Vorbereitungen, indem man Staatsfonds verkaufte. Die Verkäufe nahmen zwar in den meisten Fällen keinen größeren Umfang an, aber Käufer fehlten und daher die Kursrückgänge in folgender Tabelle:

	1. Juli	18. August
4% Reichsanleihe	106,20	105,40
3½% „	98,90	96,70
3% „	85,80	83,—[1])
3% Skrips	85,40	82,75
3½% Hamburger	95,90	95,20
3% Elsaß-Lothringer	95,35	94,—

Am meisten also sind die schlecht klassierten 3% Reichsanleihen gewichen, die fortwährenden Realisationen von Spekulanten ausgesetzt waren. Unter ihnen wiederum wurden die nicht voll gezahlten Skrips längere Zeit stärker angeboten als die voll gezahlten, was ebenfalls auf die Tätigkeit der Spekulation Schlüsse ziehen läßt. Schon wieder rechnete man an der Börse allgemein mit einer neuen Reichsanleihe von 170 Millionen Mk. für den Anfang des Jahres 1892; infolgedessen gingen die Kurse der noch lange nicht klassierten alten Anleihen mehrfach zurück, so besonders im September: von 84,40 am 1. September auf 84 am 7. September, auf 83,70 am 11. September, 83,80 am 16. September und 83,40 am 18. September. Der fernere Kursrückgang am 29. September aus jenem Grunde von 84,30 auf 84 erregte Aufsehen. Des-

[1]) 3. August 85,—, 11. August 84,60, 15. August 84,—.

gleichen trat am 18. November eine scharfe Baisse der 3%igen ein, während 4% und 3½% Reichsanleihen kaum davon berührt waren. Am 5. Januar 1892 endlich hielten sich die 3%igen aus demselben Grunde schwach. Diese Rückgänge fielen in eine Zeit, in der andere Effekten im Kurse mehr oder weniger stiegen und die Richtung des Sparkapitals gerade den heimischen Rentenpapieren günstig war.

Mitte Januar 1892, als die alte Anleihe immer noch nicht klassiert war, wurde die Reichs- und Konsolemission für den Anfang Februar als sicher in Aussicht gestellt. In der zweiten Hälfte des Januar wurden die Stücke, die seit der letzten Emission auf dem Markte lasteten, noch um bedeutende Posten Reichsanleihe und Konsols vermehrt. Diese wurden von Besitzern alter Anleihen abgestoßen, die den wahrscheinlichen Kursunterschied von der künftigen Anleihe ausnützen wollten. Daher ging die 3% Reichsanleihe von 85,40 am 6. Januar auf 84,10 am 23. Januar zurück. Am 3. Februar wurde der Prospekt auf die am 9. Februar zu 83,60, d. h. 50 Pf. unter Tagespreis zur öffentlichen Subskription kommenden 340 Millionen Mk. 3% Reichsanleihe (160 Millionen Mk.) und Konsols (180 Millionen Mk.) veröffentlicht. Die Jahreszeit war günstig; die Anleihe konnte sich daher sehr rasch klassieren, zumal die Konzertzeichnungen im Gegensatze zum Vorjahre sehr gering waren. Der nahe am Tagespreis fixierte Zeichnungskurs vermochte die Spekulanten nicht anzuziehen. Auch diesmal ist bei nur leichtem Zurückströmen von Material an den Markt ein Rückgang der Kurse von 84,20 am 11. Februar auf 83,90 am 13. Februar eingetreten und, nachdem sie sich am 24. und 25. Februar wieder auf 84,20 und 84,50 gehoben hatten, folgte am 27. Februar ein erneuter Fall auf 84,10 [1]),

[1]) 3% Reichsanleihen

4. Januar 1892	85,40	5. Februar 1892	84,20
8. „	85,—	13. „	83,90
11. „	84,70	15. „	84,10
21. „	84,50	20. „	83,90
23. „	84,10	24. „	84,20
25. „	84,30	25. „	84,50
27. „	84,60	27. „	84,10
30. „	84,70	7. März	84,60
3. Februar	84,50		

da jede Kursregulierung durch eine Interventionsstelle fehlte. Bei der großen Geldflüssigkeit trat aber eine rasche Absorption des am Markte schwimmenden Materials ein. Die Frankfurter Zeitung berichtete: „Im Gegensatze zu der großen Geschäftsstille, welche auf sämtlichen übrigen Effektengebieten herrscht, trat an der heutigen Börse lebhafte Kauflust für unsere 3% Anleihen hervor. Seitens einer ersten Firma, die mit Vorliebe das Reportgeschäft kultiviert und seit Jahren fast ununterbrochen den Privatdiskont reguliert, wurde alles flottante Material per ultimo und per Kasse aus dem Markte genommen. Es handelte sich hierbei um sehr bedeutende Beträge." Mit dem Voranschreiten der Klassierung besserten sich die Kurse, wie folgende Notizen Ende der Monate März bis Juli 1892 ergeben: 85,90; 85,60; 87,30; 87,70; 87,90. Als Anfang Mai der Reichsanzeiger einen kaiserlichen Erlaß veröffentlichte, wonach der Reichskanzler zu der Emission einer 3% Reichsanleihe von 148,7 Millionen Mk. ermächtigt wurde, glaubte die Börse, dieselbe werde sofort erscheinen und daraufhin sind die Kurse der Reichsanleihe um 0,5% [1]) gefallen. Im August 1892 begannen wieder die freihändigen Verkäufe [2]) $3\frac{1}{2}$% Werte an der Börse. Ende November und Anfang Dezember in größeren Beträgen.

Bereits einen Monat darauf, Januar 1893, wurde wieder die Frage einer neuen Reichs- und Konsolanleihe ventiliert, aber das Emissionsprojekt auf später verschoben. Im Februar 1893 wiederholte sich das alte Spiel: In Erwartung einer Neuemission fielen die Kurse der 3% Reichsanleihe auf 87,30. Ende Februar waren sie wieder auf 88, aber am 29. März erneut auf 87,30 bei allgemeiner Interesselosigkeit für 3% Staatsfonds. Inzwischen haben Bayern, Hamburg (24 Millionen Mk.) und Sachsen durch Anleihen im Betrage von 122 Millionen Mk. aus der günstigen Marktlage Vorteil gezogen. Auf den Kursen der 3% Reichsanleihe und Konsols lastete neben der Arbitrage alter Anleihen gegen die neu zu emittierende, deren Bedingungen streng geheim gehalten wurden, auch der freihändige Verkauf

[1]) Frankfurter Zeitung, 1. Mai 1892.

[2]) Frankfurter Zeitung, 3. Dezember 1892.

größerer Beträge Reichsanleihe im März aus den Beständen des Reiches. Sonst war schwimmendes Material nicht vorhanden und die alten Anleihen waren sehr gut untergebracht. Durch Prospekt vom 6. April 1893 (Diskont unter 2%) wurde die direkte Emission von 300 Millionen Mk. 3% Reichsanleihe (160 Millionen Mk.) und Konsols (140 Millionen Mk.) zu 86,80, d. h. 50 Pf. unter Tageskurs, angekündigt. Etwas über einen Monat zuvor noch hatte Sachsen für seine 30 Millionen Mk. Anleihe 87¾ erzielt. Die Reichsanleihe wurde vierfach, Konsols wurden etwa dreifach gezeichnet. Trotz sehr günstiger Markttendenz konnten sich aber die Kurse nicht auf ihrem Niveau halten, sondern fielen oft bei nur leichtem Angebot von:

	88	am	28. Februar
auf	87,60	„	13. März
„	87,40	„	22. „
„	87,30	„	29. „
„	87,20	„	7. April
„	87,10	„	12. „
„	86,90	„	15. „
„	87,20	„	20. „

Von April bis Oktober 1893 erlitten die 3% Reichsanleihen weitere regelmäßige Kurseinbußen. Sie notierten am Ende dieser Monate: 87,20; 86,75; 86,70; 86,30; 85,30; 85,30; 85,20. Den oben erwähnten allgemeinen Ursachen ist hinzuzufügen, daß die neuen Steuerprojekte der Regierung die Börse in Unsicherheit brachten und lange Zeit hindurch empfindliche Geldknappheit zu Tage trat, die zuerst mit der australischen Bankenkrisis, hernach mit dem Zurückziehen bedeutender russischer Guthaben aus Berlin in Zusammenhang stand.

Ende 1893 begann die bis Mitte 1895 andauernde stetige Aufwärtsbewegung der bisher ganz vernachlässigten und am meisten steigerungsfähigen 3% Reichsanleihen und Konsols von 85,30 bis auf pari [1]). Noch Anfang 1894, als bereits die Haussetendenz mit aller Macht zum Durchbruch gekommen war, gingen durch die freihändigen Verkäufe des Reichs und Preußens aus älteren Beständen die Kurse der 3% Reichsanleihen vom 6. Januar 1894 von 86,30 auf 85 am 19. Januar

[1]) Kapitel III, S. 88 und ff.

herab, hoben sich jedoch Ende Januar wieder bis auf 86,10. Im folgenden Monat wurde berichtet, daß in nächster Zeit eine Emission 3% Werte durch Reich und Preußen nicht erfolgen werde, da die Finanzverwaltungen noch genügend Mittel hätten. Anfangs März erklärte Miquel im Abgeordnetenhause, Preußen werde 1894 zu keiner Emission schreiten. Als einen Monat darauf die direkte Begebung von 160 Millionen Mk. 3% Reichsanleihe ohne Bekanntgeben des Emissionskurses angekündigt wurde, gingen selbst in dieser so ungewöhnlich günstigen Zeit die Kurse — wenn auch nur leicht — abwärts. Sie notierten: 88,20 am 3. April, 87,80 am 20. April, 87,90 am 30. April. Am 21. April wurde der Emissionskurs mit 87,70, also 10 Pf. unter dem Tageskurs, bekannt gegeben. Die Zeichnung fand laut Prospekt vom 21. April am 24. April statt bei einem Tageskurs von nur 5 Pf. über dem Subskriptionskurs; sie bot also so gut wie keine Vorteile und ging an der Börse ohne jeden Eindruck vorüber. Wenn der übliche Kursfall nach der Emission ausblieb und die Anleihekurse am 26. Mai bereits zwei Punkte über dem Emissionspreis standen, so war dies der geringen Anleihesumme, den äußerst günstigen Marktdispositionen und besonders den gerade im Mai umfangreichen Käufen von Reichsanleihen aus London und Paris zuzuschreiben.

Mit dem Jahre 1895 begann in Deutschland die bis Frühjahr 1900 anhaltende Hochkonjunkturperiode. Je länger sie andauerte, desto ungünstiger wurde die Marktlage für Rentenpapiere. Bis Mitte 1896 konnten 3% Konsols den Paristand behaupten, da die Geldverhältnisse zunächst noch leicht blieben. Unter diesen Umständen konnte ein Konsortium, das Anfang 1896 35 Millionen Mk. 3% Konsols direkt übernommen hatte, ohne Kursverlust in kurzer Zeit ausverkaufen und sich Anfang März 1896 auflösen. Dagegen wurden, nachdem eine Diskonterhöhung auf 4% eingetreten war, die Kurse plötzlich so stark gedrückt, daß man sich den Rückgang zunächst nicht aus den veränderten Geldverhältnissen erklären konnte. Hinterher wurde der wahre Grund bekannt. Es gelangten nämlich 57020000 Mk. neue Reichsanleihen behufs Realisierung laufender Kredite zur Ausgabe. Ob damals der Verkauf schon stattgefunden hatte, oder durch vereidigte Makler erst erfolgen

sollte, konnte man nicht ermitteln. Jedenfalls hat die Emission oder Emissionsbefürchtung die Kurse so stark gedrückt[1]). Die 3% Reichsanleihe notierte Ende der Monate August bis Dezember: 99½, 98¾, 98,40, 98,20 und 99, hat sich also bis Ende des Jahres wieder erholt. Im Jahre 1896 wurde noch eine ganze Anzahl Emissionen 3% Staatsobligationen durch Oldenburg, Hessen, Baden, Bayern und Württemberg zu Kursen zwischen 98 und 98,90 ausgeführt. Jetzt verschlechterte sich aber der Staatsfondsmarkt ganz erheblich:

1. Die Emissionen nahmen rapid zu und stiegen nach Angaben des „Deutschen Ökonomist" von 1374,62 Millionen Mk. 1895 auf 2611,39 Millionen Mk. Kurswert[2]) im Jahre 1899. Die neuen Industriewerte übten auf die Spekulation eine mächtige Anziehungskraft aus, und das Publikum, dem eine Rente von nur 3—3½% aus seinen Effektenanlagen ungenügend erschien, vernachlässigte vollständig seine festen Werte und bevorzugte immer mehr Industriepapiere. Man trieb deren Kurse ohne alle Kritik so hoch, daß die Preisbewegung die natürlichen Schranken verließ und die Kurse nicht mehr im Einklang mit einer zu erwartenden Rente standen. Werden doch Aktien vielfach nicht so sehr mit Rücksicht auf ihren Ertragswert gekauft, als vielmehr in der Hoffnung auf einen vermeintlichen Zukunftswert! So trat bei der riesigen Hausse der Aktien eine Annäherung der Rentabilität industrieller Werte und festverzinslicher Anlagepapiere ein, wobei der landesübliche Zinsfuß eine Erhöhung erfuhr. Er stieg jedoch mit Unterbrechung; zuerst machte sich im Frühjahr und Herbst eine Geldversteifung fühlbar, die zeitweise wieder verschwand. Sobald jedoch ein langsames Steigen der Zinssätze bemerklich wurde, äußerte es sich in dem Kursrückgang der festen Werte.

2. Das am 1. Jauuar 1897 in Kraft getretene neue Börsengesetz hat in der schon charakterisierten mannigfachen Weise

---

[1]) Frankfurter Zeitung, September 1896.

[2]) Die diesen Ziffern zu Grunde liegenden Emissionen sind jedoch nicht in vollem Umfange dauernde Kapitalentziehungen, sondern häufig nur Kapitalverschiebungen (Umgründungen). Die Ziffern sind daher nur vergleichsweise zu benützen. Immerhin war aber die Kapitalabsorption durch Immobilisationen (elektrische und chemische Industrie) riesig.

Börse und Markt unserer Reichsanleihen geschwächt. Es sei dies hier nur kurz registriert.

3. Als zinsfußsteigerndes Moment war sehr wichtig die rapide Zunahme des Pfandbriefumlaufes um jährlich durchschnittlich über 400 Millionen Mk. von 1893—1899. Mittels erhöhter Verkaufsprovisionen wurde der Pfandbriefabsatz auf einem unwilligen Markte künstlich aufrecht erhalten; damit vergrößerte sich auch der Kursabstand von den Staatsfonds. Die Rentabilitätsdifferenz der landschaftlichen Pfandbriefe und Konsols betrug 1896 ½ %. Um dieselbe Zeit begaben bei einem Paristand der 3% Reichsanleihe die Pommersche und andere Hypothekenbanken fortgesetzt 4% Obligationen nur leicht über pari. Der infolgedessen einsetzende Umtausch von Staatsfonds gegen Pfandbriefe mußte den Kurs jener direkt drücken.

4. Die Konversionen[1]) der Reichs- und Bundesstaatsanleihen und anderer Rentenpapiere haben, da sie schon in die Zeit des allgemeinen Überganges zu industriellen Werten gefallen waren, diesen Übergang beschleunigt und eine sehr starke Deklassierung der Staatsfonds nach sich gezogen, verbunden mit einer Markt- und Kursverschlechterung.

Diese Skizzierung der Geldmarktentwicklung soll die überaus geringe Aufnahmefähigkeit und die desorganisierte Lage unseres Staatsfondsmarktes in den Jahren 1897—1900 verständlich machen. Konnte doch noch in den vergangenen Jahren sein Zustand als ein verhältnismäßig günstiger bezeichnet werden! Daß erst seit 1897 der Effektenzins steigende Richtung angenommen hat, steht nicht in Widerspruch mit dem Parallelismus des Effekten- und Wechselzinsfußes (nach den in Kapitel III gemachten Modifikationen). Denn zuerst werden in einer Hausseperiode die disponiblen Kapitalien eines Landes durch Neuemissionen und Spekulation absorbiert, bevor die Aufwärtsbewegung des Diskontes sich auf den in längeren Etappen sich bewegenden Effektenzins überträgt.

Wie mit dem Steigen des Zinsfußes der Absatz gerade niedrig verzinslicher Fonds schwierig geworden ist, geht aus

[1]) Näheres von ihnen im folgenden Abschnitt dieses Kapitels.

folgenden Beispielen hervor: Schon März 1897, also bei relativ billigen Zinssätzen und trotz unbedeutender Emissionen einheimischer Staatsfonds waren 3% Hessische Staatsobligationen zu 95¾ in größeren Posten an deutschen Märkten kaum unterzubringen. Ähnlich war es mit Kommunal- und Provinzialanleihen, welche allein in bedeutenderem Umfange emittiert wurden, aber mangels Absatzes trotz ansehnlicher Provisionen in den Portefeuilles der Banken liegen blieben. Noch peinlichere Tage haben die Konsortien mit solchen Werten in den Jahren 1898 und 1899 erlebt, wo bei dem riesigen Anwachsen der Emissionsziffern das Mißverhältnis zwischen den disponiblen Quellen des Landes und den Bedürfnissen immer ungünstiger geworden ist und Diskontsätze 1898 von 6% und 1899 von 7% in Kraft getreten sind. Diese Geldmarktgestaltung fand in den Kursen und Übernahmebedingungen der neuen Staatsemissionen ihren Niederschlag. Im Januar 1898 mußte sich ein Konsortium für einen kleinen Posten von 52 Millionen Mk. 3% Sächsischer Rente Marktfreiheit auf ein ganzes Jahr ausbedingen. Deren Kurs war damals 94, der Übernahmepreis soll ca. 92 gewesen sein; die Emission erfolgte zu 93. Oder am 24. Februar 1898 z. B. gingen plötzlich 3% Bayerische Staatsobligationen von 97,10 auf 96,20 zurück. Das vermehrte Angebot hing damit zusammen, daß durch Vermittlung der Königlichen Bank ein anscheinend nur mäßiger Posten aus erster Hand zum Verkauf gebracht wurde[1]). Ein weiteres Beispiel: Preußen wollte Ende Mai 1898 36 Millionen Mk. 3% Konsols freihändig an der Börse und im Kundenkreise der Banken unterbringen. Das Syndikat aber drückte mit seinen Abgaben besonders im Oktober und in den folgenden Monaten den Kurs und hatte Ende 1898 noch nicht einmal ausverkauft. Es konnte sich erst auflösen, nachdem es größere Posten 1899 mit starkem Kursverluste gegen den vermutlichen Übernahmepreis von 96,60[2]) abgegeben hatte und nachdem seine noch unplazierten restlichen 28 Millionen Mk. 3% Konsols durch die Seehandlung in 3½% Konsols umgetauscht worden waren.

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 24. Februar 1898.

[2]) Frankfurter Zeitung, 26. Januar 1899.

Die Seehandlung wollte damit den Markt für neue Reichsanleihen freimachen. Das Konsortium war viel mehr am Aktienvertrieb interessiert als am Verkauf inländischer Staatspapiere. Ferner hat das Reich ca. 52 Millionen Mk. 3% Reichsanleihe direkt an Institute und Korporationen zediert. Württemberg, das Anfang 1896 3% Anleihen noch zu 98½ untergebracht hatte, erhielt Anfang 1898 nur noch 96 und Oktober 1898 für 6 Millionen Mk. nur noch 92¼. Allgemein wich, wie immer in Zeiten von Zinsfußspannungen, das niedrig verzinsliche Papier stärker als das höher verzinsliche. Das Publikum verlangte einen höheren Nominalzins und dem entsprachen nach den Mißerfolgen mit Emission 3% Werte die Staaten, indem sie 3½% Titres, Hessen sogar 4%ige, anboten. Diese waren von den Pfandbriefbanken wegen fortgesetzt starken Rückflusses 3½% Titres schon längst wieder eingeführt. Wie aus dem raschen Unterbringen einer 4% Russenanleihe und der wieder zahlreich emittierten 4% Industrieobligationen deutlich hervorging, hatte der 3½% und 4% Typus am meisten Aussicht auf Absatz.

Nach diesen schlimmen Erfahrungen auf einem völlig desorganisierten Markte, auf dem es fast unmöglich war, größere Beträge 3% Anleihen unterzubringen, wurde im Dezember 1898 die Nachricht an der Börse verbreitet, daß größere Emissionen 3% Staatsanleihen für Anfang 1899 vorgesehen seien. Seit 1894 war keine Anleihe des Reiches oder Preußens mehr emittiert worden; der hohe Stand des Staatskredites von 1894 bis 1897 war mithin den Finanzverwaltungen kaum zu statten gekommen. Jetzt bei stark gewichenen Kursen in dem Jahre, in dem die Hochkonjunktur ihren Gipfelpunkt erreichte, appellierte das Reich zum ersten Male wieder mit einer größeren Anleihe an den mit neuen Werten aller Art übersättigten Markt. Unter solch veränderten Vorbedingungen für neue Anleihen war der Regierung die Übernahme durch ein Garantiekonsortium, das seit 1891 umgangen worden war, sehr erwünscht im Interesse des endgiltigen Gelingens der Anleihe. Am 27. Januar 1899 kam der Abschluß zu stande. Den Tag darauf wurde der Prospekt über Begebung von 200 Millionen Mk. 3% Reichsanleihe und Konsols an die Deutsche Bank, von

der ein Konsortium gebildet wurde, veröffentlicht. Die Übernehmerin bedang sich Marktfreiheit für ein Jahr aus. Obwohl Miquel noch am 29. Januar im preußischen Landtage die deutschen Staatsanleihen für die besten der Welt erklärt hatte, folgte doch der Prospektveröffentlichung ein starker Verkaufsandrang und eine weitere Kursdepression der 3% Anleihen von 93,30 am 30. Januar auf 92,80 am 31. Januar. Bisherige Rentenbesitzer realisierten, um Kursunterschiede zwischen alten und neuen Anleihen auszunützen. Hatte man, wie wir sahen, durch den Umtausch von 28 Millionen Mk. 3% Konsols in 3½ %ige für die neue Emission den Boden ebnen wollen, so drückten jetzt die fortwährenden Abgaben des Konsortiums wiederholt die Kurse der 3½ %igen bis zu seiner Auflösung am 21. März und belasteten damit auch den Markt der 3% Werte. Wären nicht immer wieder Verkäufe in kleinen Dosen am offenen Markte oder durch direkte Zedierung an Kassaverwaltungen etc. vorgenommen worden, so hätte auch der Markt trotz der widrigen Verhältnisse nicht jede Widerstandsfähigkeit verloren. Die Verkäufe aus erster Hand haben zur Forcierung des Absatzes, nicht zur Pflege des Marktes geführt. Die Anleihe wurde zu 91⅜ übernommen und zu 92 am 9. Februar bei einem Börsenkurs von 92,80 am 8. Februar aufgelegt. Die erste Folge des günstigen Zeichnungsergebnisses war eine Besserung im Preise der alten Anleihen. Diese hielten sich vom 31. Januar bis 10. Februar zwischen 92,80 und 93 im Kurse; am 1. März war der Kurs noch 92,90. Aber die Frühjahr 1899 eingetretene empfindliche Geldverteuerung hat das Hauptwerk der Emission, die Klassierung, gefährdet. Ebenso die zahlreichen Emissionen anderer festverzinslicher Werte, die gerade in diesem ihnen ungünstigsten Jahre mit 1230,9 Millionen Mk.[1]) den Höhepunkt seit 1883 erreicht hatten. Die Reichsanleihe hielt sich demgemäß im Laufe des Jahres 1899 sehr schwach[2]) und wich um volle 6 Punkte. Die Bundes-

[1]) Damit hat die Emission festverzinslicher inländischer Werte die Summe der Aktienemissionen in einem industriell äußerst lebhaften Jahre noch übertroffen.

[2]) Sie notierte am 1. März . . . 92,90
„ „ „ 9. März . . . 92,60

staaten verschlechterten sich durch vermehrte Emissionen die Anleiheaussichten. Im I. Semester 1899 wurden von den deutschen Staaten fast 300 Millionen Mk. Fonds mehr emittiert als im Vorjahre; im II. Semester aber im ganzen nur 15 Millionen Mk. Sachsen hielt allein noch am 3% Typus fest. Hamburg, Lübeck, Bremen, Bayern emittierten im 3½ %igen Typus zu Kursen zwischen 96,30 und 99,90[1]), Hessen im 4% Typus und kamen dadurch dem Bedürfnisse des Publikums nach höher verzinslichen Fonds entgegen. Bayern hat auf den Modus der Zuteilung an Banken durch Vermittlung der Königlichen Bank verzichtet. Mit ihm hat es schlechte Erfahrungen gemacht, da von der letzten Ausgabe Bayerischer Staatsobligationen noch große Posten in den Banken lagen. Veranlaßt durch die veränderten Geldmarktverhältnisse hat es sich dem allgemein üblichen Emissionssystem angeschlossen und auf diesem Wege einen großen Zeichnungserfolg erzielt, trotzdem der Zeichnungspreis nur leicht unter dem Börsenpreis der älteren 3½ %igen war.

Sie notierte am	16. März . . .	92,40
„ „ „	18. März . . .	92,10
„ „ „	14. April . . .	91,70
„ „ „	29. April . . .	91,80
„ „ „	31. Mai . . .	91,90
„ „ „	30. Juni . . .	90,30
„ „ „	31. Juli . . .	90,10
„ „ „	31. August . .	88,60
„ „ „	30. September .	88,10
„ „ „	31. Oktober . .	89,40
„ „ „	30. November .	89,60
„ „ „	31. Dezember .	88,70

[1]) Januar 3½% Hessische Staatsobligationen . 9 Millionen zu 99,—
März 3½% Hamburgische Staatsobligationen . 35 „ „ 99,90
(unkündbar bis 1907)
April 3½% Lübecker Staatsobligationen . 14 „ „ 96,60
(unkündbar bis 1905)
April 3½% Bremer Staatsobligationen . . 22 „ „ 96,30
(unkündbar bis 1. Mai 1909)
April 3½% Bayrische Staatsobligationen . 25 „ „ 99,20
Juni 4% Hessische Staatsobligationen . . . 21½ „ „ 101,90
(unkündbar bis 1909)
Juni 3% Sächsische Rente . . . . . 80 „ „ 85,—

Die größte bundesstaatliche Emission war die sächsische Rentenanleihe, die schon vor ihrem Erscheinen die Preise der alten Anleihen sowie der deutschen Fonds überhaupt gedrückt hat. Die von Juli 1898 ab laufende einjährige Marktfreiheit war noch nicht einmal zu Ende, als am 12. Juni die Übernahme von 80 Millionen Mk. zu 83½ ca. (d. h. mit einem Abstand von fast vier Punkten gegen den Tageskurs) durch ein Konsortium zu stande kam. Auch diesmal wurde Marktfreiheit für ein Jahr ausbedungen. Am Tage der Übernahme durch das Konsortium gingen 3% Konsols von 91,75 auf 91 herab unter dem ungünstigen Eindruck, den der niedrige Kurs der neuen Anleihen auf den Staatsfondsmarkt gemacht hatte. Aus demselben Anlaß wichen Tags darauf die Kurse der alten Sachsenrente von 87,30 auf 85,70. Diese heftigen Kurssprünge vermochten den ganzen deutschen Fondsmarkt zu erschüttern. Die Zeichnung ging am 22. Juni zu 85 vor sich; im ganzen wurden nur 85 Millionen Mk. subskribiert. Auf den gleichen Tag fiel außerdem die Zeichnung auf 21½ Millionen 4% Hessen zu dem sehr niedrigen Kurse von 101,90, nachdem dieser Staat erst 1898 zur Konversion in 3½ % Obligationen übergegangen war. Die kursverheerende Wirkung dieser zwei Emissionen ersieht man aus folgender Tabelle:

	3½ % Reichsanleihe	3½ % Hessen	3 % Konsols	3 % Sächs. Rente
31. Mai	100,50	98,40	91,90	88,50
19. Juni	100,40	98,25	91,80	88,10
21. „	99,40	96,60	89,50	86,—
30. „	99,60	—	90,30	86,70

Das fortwährend neu an dem Markt erscheinende und zurückströmende Material steigerte die allgemeine Deklassierung. Auch die Konkurrenz neuer Kommunalanleihen hat sich gegen das Vorjahr nicht verringert. Die Städte mußten wegen der Absatzstockung ihrer 3½ % Obligationen immer mehr zu 4%igen übergehen; gleichwohl sind noch große Beträge von Städteemissionen in Händen von Syndikaten geblieben. Industriegesellschaften mußten, um ihre Obligationen überhaupt unterbringen zu können, zu 4½ % und 5% Nominalzins zurückkehren. Im I. Semester 1899 wurde noch für die gewaltige

Summe von 364 Millionen Mk. Pfandbriefe die Zulassung zur Börse beantragt.

Bis Mai 1900 setzte sich der Rückgang unserer Reichsanleihen und Konsols fort, und zwar von 88,70 Anfang des Jahres auf 85,70 Ende April. Dies rief unter den Käufern immer mehr Mißstimmung hervor und hat neben den bereits hervorgehobenen Ursachen noch andere: Seit Februar wurde eine größere Konsol- und Reichsanleihe erwartet; die Ungewißheit über ihr definitives Erscheinen hat zur schlechten Haltung der Kurse beigetragen. Inzwischen haben Bayern im März 1900 mit 42 Millionen Mk. 3½ % Anleihen zu 93½ (Tageskurs 94,20), im April mit 9 Millionen Mk. 3½ % Anleihen zu 93½, ferner Baden mit 28 Millionen 3½ %iger, Sachsen im Mai mit 51½ Millionen Mk. 3% Rente den Markt in Anspruch genommen. Letztere Anleihe wurde unter Marktfreiheit bis 31. Dezember 1900 zu 82¾ von einem Konsortium übernommen und am 7. Mai zu 83,75 (Tageskurs am 30. April 84½) zur Subskription aufgelegt. Schon der erste notierte Kurs war ¼ % unter dem Emissionskurs. Der Mißerfolg der Anleihen hat allgemein sehr enttäuscht und aufs neue bewiesen, wie ungern das Publikum 3% Werte aufnimmt. Das Konsortium konnte nicht ausverkaufen und mußte an seine Mitglieder ca. 16½ Millionen Mk. Stücke zur Verteilung bringen, als der Kurs schon um ein gutes unter den Übernahmepreis gesunken war. Daraufhin löste sich das Konsortium Anfang September auf. Der Kurs der 3% Rente ging infolgedessen Anfang September um 0,65 Mk. zurück und stellte sich nur noch auf 81,70, d. h. 1 Punkt unter den Übernahmepreis [1]). Jene Vorkommnisse haben auch die Kurse unserer Reichsanleihen gedrückt.

Wir sind am Ende der historischen Entwicklung der Staatsemissionen in Deutschland und verweisen auf unsere Geldmarktentwicklung der Jahre 1900—1904, wo weitere interessante Beispiele zu der Frage der Zeit und Häufigkeit der Emissionen zu finden sind.

B. Übersieht man die gegebene historische Entwicklung im ganzen, so fällt zunächst auf, daß bei uns in der Behandlung

---

[1]) Frankfurter Zeitung, 25. September 1900.

der Frage der Häufigkeit und Zeit der Emissionen jedes System fehlt. Man verrät hierin eine gewisse Weltfremdheit, die symptomatisch für die bureaukratische Ausgestaltung unserer Finanzverwaltungen überhaupt ist [1]). Wenn der Aufwand in Deutschland für Verkehrszwecke (Eisenbahnen) einen regelmäßig wiederkehrenden Kapitalbedarf darstellt, so sollte dennoch der Staat nicht bloß mit Rücksicht auf die nächste Anleihe, sondern dauernd nach weitblickenden Gesichtspunkten wie in der ganzen Anleihepolitik, so auch in der Wahl der Zeit und Häufigkeit der Emissionen vorgehen.

Neue Emissionen wirken, wie wir sahen, je nach dem Zeitpunkt ihres Erscheinens sehr verschieden auf Markt und Kurse. Z. B. sollte der Staat in Zeiten hochgehender Konjunktur mit neuen Anleihen möglichst zurückhalten, da hier die Emissionsbedingungen sehr ungünstig sind und neues Material wegen allgemeiner Vernachlässigung fester Werte doppelt stark den Markt belastet (Januar 1899). Noch bedenklicher sind die Wirkungen auf den Geldmarkt, wenn die Anleihen wie z. B. 1890 direkt vor einer Krisis aufgelegt werden. Der günstigste Moment für neue Anleihen ist dann gegeben, wenn der Markt über große Mittel verfügt und ihm bedeutende Summen ohne empfindliche Nachwirkung entzogen werden können, z. B. in Stagnationsperioden (Anleihen von 1891, 1892, 1894 und 1902), besonders aber bei Konversionsgerüchten, durch die viele Käufer inländischer Werte zu ihrem Verkaufe bewogen werden. In einer solchen Zeit begann z. B. Finanzminister v. Scholz Juli 1885 unter allgemeiner Überraschung mit erstmaliger Emission $3\frac{1}{2}$ % Konsols zu $98\frac{1}{2}$. Diese kleine Anleihe rief zunächst eine Kurssteigerung $3\frac{1}{2}$ % Werte hervor. Im Jahr darauf konnte das Reich erstmals $3\frac{1}{2}$ % Titres emittieren [2]). Auch innerhalb der einzelnen

---

[1]) In engstem Zusammenhange damit steht, daß bei uns die Finanzminister mehr Verwaltungsbeamte zu sein pflegen (auch Miquel war in anderen Finanzfragen mehr bewandert als in solchen des öffentlichen Kredites), während wir in Frankreich eine ganze Anzahl geschäftstüchtiger Männer (Léon Say, Rouvier u. a. m.) an der Spitze sehen.

[2]) Die weitere Kursentwicklung wurde jedoch durch Überschwemmung mit $3\frac{1}{2}$ % Werten aufgehalten.

Wirtschaftsjahre sind die Zeitpunkte für neue Anleihen am günstigsten, an denen am meisten Kapitalien unbeschäftigt am Markte zu finden sind, z. B. nach Couponsverfallterminen besonders im Januar und Juli, wo ein Teil der Couponszahlungen zu neuen Effektenanlagen verwendet wird. Weniger in Zeiten des Frühjahr- und Herbstbedarfes, der die Börse stark in Anspruch nimmt. Häufig entsteht deshalb im April und besonders im September Geldknappheit, die im Oktober und November gewöhnlich abnimmt, um im Dezember wieder zuzunehmen. Eine Anzahl Reichs- und Konsolanleihen sind aber gerade im April erschienen, also dann, wenn die größte Geldflüssigkeit schon vorbei ist und andere Geldmarktkonkurrenten sie zu ihren Gunsten bereits ausgebeutet haben, so z. B. besonders 1901 und 1903. Bevor der Etat nicht endgiltig durch Gesetz genehmigt ist, was gewöhnlich gegen Ostern erfolgt, können Anleihekredite auch nicht realisiert werden. Bei der Wahl des Zeitpunktes der Emissionen von 1893 und 1894 scheinen [1]) Rücksichten wegen Zinsverlustes mitgewirkt zu haben, so daß in beiden Fällen die Emissionen erst später aufgenommen worden sind. Rücksichten auf den Geldmarkt müssen hier ausschlaggebend sein, Zinsverluste können durch Ausdehnung der Ratenzahlungen u. a. m. gemindert, resp. beseitigt werden. Wenn Herbst 1904 direkt vor einer Diskonterhöhung der Reichsbank ein Posten Schatzscheine (69 Millionen Mk. 3½ % preußische und 81 Millionen Mk. 3½ % Reichsschatzscheine) abgegeben wurde, so ist dies auf die bureaukratische Art der Behandlung solcher Fragen in unseren Finanzverwaltungen zurückzuführen. Einen sehr ungünstigen Eindruck auf Börse und Publikum machte die Begebung von 70 Millionen Mk. 3% preußischer Konsols an ein Konsortium zwei Tage vor Ausbruch des russisch-japanischen Krieges [2]). Hatte doch kurz vorher das Reich sich mit einer anderen Art der Kreditinanspruchnahme beholfen, um den Markt der 3% deutschen Rente zur Ruhe kommen zu lassen! Derartige Fehler in der Anleihepolitik haben wir durch unsere ganze historische

[1]) Nach der Frankfurter Zeitung, 14. Januar 1893 und Juli 1894.

[2]) Vgl. hierüber historische Entwicklung 1900—1904.

Entwicklung hindurch zu beobachten Gelegenheit gehabt; sie sind geeignet, Publikum und Anleger disponibler Gelder von Staatsfondsanlage abzuschrecken.

Wenn wir unsere geschichtliche Betrachtung nach der Frage der Häufigkeit der Emissionen zusammenfassen, ist zu konstatieren, daß Bundesstaaten und Reich fast alljährlich mit kleinen oder größeren Anleihen am Markte erscheinen und sich fortgesetzt Konkurrenz machen; d. h. durch den fortwährend fließenden Anleihestrom verschlechtern sie sich den Anleihekredit und den Markt. Ein treffendes Beispiel hierfür geben uns die Jahre 1901 und 1902, in denen bis zum Erscheinen der Reichsanleihe im April fünf Bundesstaaten in den ersten 3 Monaten des Jahres 250 Millionen Mk. oder 1902, in welchem Jahre innerhalb 4 Monate sieben Bundesstaaten und das Reich nacheinander 550 Millionen Mk. nominal dem Geldmarkte entzogen haben. Der Markt kann wegen der Gewohnheit der Staaten, das geringste Geldbedürfnis sofort durch Anleihen zu decken, nie zur Ruhe kommen. Die vielen kleinen Anleihen gehen an der Börse ohne jeden Eindruck vorüber, erschweren aber ungemein die Klassierung. Um den Markt widerstands- und aufnahmefähig zu erhalten, wäre zu wünschen, daß er mit weniger aber dafür größeren Anleihen in Anspruch genommen würde.

Bisweilen waren die alten Anleihen noch nicht klassiert, wenn das Reich den Markt mit neuen belastete. Ja es ist sogar öfters vorgekommen, daß bereits kurz nach der Subskription auf eine Reichsanleihe die mehr oder weniger begründete Erwartung einer neuen Anleihe für nicht allzuferne Zeit die Kurse gedrückt hat. Dies hat die Übernahmekonsortien veranlaßt, sich bisweilen (so besonders bei Sachsenrente und bei Reichsanleihen im Jahre 1899 und 1902) Marktfreiheit auf längere Zeit auszubedingen. Mitunter sind Reich und Bundesstaaten ohne jede Rücksicht aufeinander in derselben Zeit, zuweilen an demselben Tage mit Neuemissionen aufgetreten. Wollte etwa, wie es wiederholt schon der Fall war, ein staatlicher Emittent, um den Markt zu schonen, sich des Borgens enthalten, so würden seine Pläne doch durch die anderen staatlichen Konkurrenten in Bälde durchkreuzt. Nicht genug!

Einzelne Emittenten wie z. B. Reich und Preußen haben durch ihre eigene Tätigkeit sich und den Bundesstaaten systematisch den Markt und die Kurse verdorben, indem sie selbst durch fortwährende freihändige Verkäufe von Anleihen für neues Angebot und schwimmendes Material sorgten. So besonders in den 80er und Anfang der 90er Jahre. Damals hat Finanzminister v. Scholz durch dieses Begebungssystem so häufig die Aufwärtsbewegung der deutschen Staatsfonds verhindert, indem er immer wieder größere oder kleinere Posten Konsols ohne Rücksicht auf die Marktlage zur Abgabe an der Börse brachte, resp. zur Abgabe bereit hielt, so daß für eventuelle Nachfrage Angebot von Staatsfonds immer vorhanden war[1]). Aber auch später hat man zwischen den einzelnen Anleihen immer wieder Posten von Reichsanleihen und Konsols an der Börse freihändig begeben, so daß wegen der preisdrückenden Wirkung dieses Verkaufssystems und der ewigen Unsicherheit die Kurse sich nicht erholen konnten. Bei der nächsten Emission hat man sich gewundert, daß die Kurse und der Markt unserer Staatsfonds so schlecht liegen[2]).

---

[1]) Den Finanzminister v. Scholz könnte jenes Pariser Blatt ebenfalls wegen seiner Beziehungen zu den Staatsfondskursen im Gegensatze zu Minister Rouvier den „ministre de la baisse par excellence“ nennen.

[2]) Als Gegenstück zu dem eigenhändigen Verkaufe sind die schon früher in Frankreich bei ähnlichem Begebungssystem gemachten Erfahrungen erwähnenswert. In Erkenntnis der Mängel bei der öffentlichen Subskription ist der französische Staat in den 70er Jahren zum System der Begebung durch Staatsfinanzagenten übergegangen. 1878 sollten zunächst 439,87 Millionen Fs. 3% amortissabler Rente durch sämtliche trésoriers payeurs généraux verkauft, durch die Steuererheber auf Bestellung beschafft und jeweils nach dem Staatsbedarf unter Berücksichtigung der Marktlage abgegeben werden. Die Grundgedanken waren also: Ausschluß der Vermittlung der Banken und Spekulation, allmähliche direkte Unterbringung durch Staatsorgane entsprechend der Marktlage und dem Regierungsbedarf; staatliche Festsetzung des täglich veränderlichen Kurses; dieser wurde nach den Pariser Durchschnittsnotierungen am Tage vorher berechnet und den Ausgabestellen telegraphisch übermittelt. Der Ausgabekurs wurde auf 80,50 festgesetzt. Der Erfolg entsprach wegen der Eigenart des neuen Fonds und der Ausschließung der Spekulation nicht den Erwartungen. Mitte Juli wurde der neue Typus — es war die erste Emission in 3% amortissabler Rente — an der Börse notiert und gab bei gleichzeitiger leichter Hausse der übrigen

Die ewige Unsicherheit, neue Anleihekredite könnten plötzlich realisiert werden, wächst mit der eigentümlichen Einrichtung, daß bei uns die Lage der Staatskassen immer noch als eine Art Geschäftsgeheimnis behandelt wird. Es wäre sehr im Interesse des Marktes und des Staates selbst, wenn er nach dieser Richtung Ausweise veröffentlichte. Der Markt will wissen, wie es mit dem Geldbedarf der Regierung steht, ob Anleihen bald zu erwarten sind u. a. m. Unsicherheit wegen des Erscheinens neuer Anleihen lassen häufig unbegründete Gerüchte entstehen, die den Staatsfondsmarkt schädigen.

Bei einer solchen Anleihepolitik ist doch der 1894 geäußerte Wunsch eines führenden Staatsmannes recht wenig berechtigt, dahingehend, die Börse möchte für ein höheres Kursniveau unserer deutschen Staatspapiere sorgen. Die schon natürlichen Marktverschiedenheiten zu Ungunsten Deutschlands werden noch durch kurshemmende Markteinflüsse deutscher Finanzverwaltungen verstärkt und dies muß notwendigerweise in einem niedrigeren Stande des Staatskredites zum Ausdruck kommen.

Wenn wir im Anschlusse an die historische Entwicklung die Kurse unserer Staatsfonds bei Neuemissionen verfolgen, begegnen wir sowohl vor als nach den Anleiheaufnahmen fast regelmäßig Kursrückgängen. Sie finden in der Zeit und Häufigkeit der Emissionen, in Realisationen von Konzertzeichnern, in den Emissionsbedingungen überhaupt u. a. m. ihre Begründung.

Renten um 5,5 Fs. nach, von 86,50 am 18. Juli bis 81 am 1. August (nach Sydow S. 139). Erst als die Regierung den Fonds dem freien Verkehr übergeben hatte, bekam die Spekulation an ihm Interesse. Der Absatz, der bisher ganz schleppend war, ging rasch von statten. Während vom 12. August bis 5. September nur 80 Millionen Fs. begeben worden waren, wurden vom 5.—23. September 359,87 Millionen Fs. verkauft, allerdings zunächst nur an Spekulanten und Banken. Der Kurs der Anleihen ging aber beständig bis 21. September 1878 auf 79 3/4 herab und bei diesem Stande kam auf einmal eine unerwartet starke Nachfrage, was auf die Tätigkeit der Spekulation Schlüsse ziehen ließ (Sydow, S. 139). Nach diesen schlechten Erfahrungen bei Begebung größerer Anleihebeträge durch Finanzagenten verzichtete der Staat endgiltig auf dieses System und kehrte in der Folgezeit zu der Form der öffentlichen Subskription zurück.

Diese unliebsame Erscheinung hat zu vielfachen Erörterungen in Finanzliteratur, Börse und Presse über die leitenden Gesichtspunkte bei Festsetzung des Verhältnisses von Übernahme- und Subskriptions- zum jeweiligen Tageskurse geführt.

Der Abstand des Subskriptionspreises vom Tagespreise ist bei unseren Reichs- und Konsolanleihen sehr gering, gewöhnlich nur 50—70 Pf.[1]). Diese geringe Differenz erklärt sich daraus, daß der Staat durch entsprechende Fixierung des Übernahmepreises[2]) Spekulationszeichner von der Zeichnung zurückzudrängen sucht. Bei dem geringen Abstand von Subskriptions- und Tageskurs bieten die Emissionen den Spekulanten keinen besonderen Anlaß zur Beteiligung. Häufig gehen daher die Anleihen ohne tieferen Eindruck auf die Börse vorüber. Wenn der Staat durch Zurückdrängen der Spekulationszeichnungen eine möglichst rasche Klassierung der Anleihen zu erzielen sucht, ist dies allerdings nur in beschränktem Maße möglich; denn keine Anleihe klassiert sich von heute auf morgen und auch die Konzertzeichnungen lassen sich trotz dieser Emissionspolitik keineswegs beseitigen. Gerade die neueren und neuesten Anleihen sind zu einem großen Teil in die Hände der Spekulanten übergegangen[3]). Nun ist von den verschiedensten Seiten die Forderung aufgetaucht, der Staat solle den übernehmenden Konsortien einen höheren Zwischengewinn als bisher — dieser schwankte bei den Anleihen von 1887—1903 zwischen 50 und 70 Pf.[4]) — einräumen, damit

---

[1]) Siehe Tabelle 32.

[2]) In Deutschland und Preußen bestimmen die Anleihegesetze nur den Betrag, bis zu welchem Mittel auf dem Wege des Kredites flüssig zu machen sind. Die näheren Bedingungen über den Zinssatz, die Kündigungsfrist und die Begebungskurse etc. setzt der Finanzminister fest.

[3]) Vgl. unsere historische Entwicklung von 1900—1904.

[4]) Es war also doch bei der Anleihe vom 9. Februar 1899 durchaus kein anormales Verhältnis zwischen Tages-Übernahme- und Subskriptionskurs, wenn dieselben 92,80 (am 8. Februar, do. am 1. Februar) 91 $^3/_8$ und 92 waren. Nun meint Jastrow in Conrads Jahrbüchern 1900, daß der Übernahmepreis der Deutschen Bank infolge gesprächsweiser Überrumpelung des Leiters derselben durch den preußischen Finanzminister bei dieser Anleihe so abnorm hoch fixiert worden sei, daß dadurch die Bedingungen, zu denen die Städte darauf Kredit erhalten hätten.

diese für bessere Klassierung der Anleihen interessiert würden und die Kurse nach den Emissionen regulieren könnten. Wie hat man sich diesem Vorschlag gegenüber zu verhalten? Ist er überhaupt berechtigt? Hat der Staat bei Gewährung höherer Zwischengewinne eine bessere Klassierung seiner Anleihen und größere Stabilität der Kurse nach der Emission zu erwarten? In den 80er Jahren, solange der Markt den Staatsfonds günstig lag, wollte die Regierung nicht „den Banken die Finger vergolden" und die Mithilfe der Konsortien wurde durch den charakterisierten Schalterverkauf umgangen. Bei Trübung der Marktlage erschien dieses System nicht mehr rationell und es zeigte sich, daß der Finanzminister doch nicht so unabhängig vom Geldmarkte ist, wie Scholz lange Zeit glaubte. Jetzt verlangten Reich und Preußen bei sehr schwacher Haltung ihrer Fonds, deren Kurse schon durch kleine Verkaufaufträge ganz erheblich herabgedrückt wurden, daß das Konsortium 2—300 Millionen Mk. mit einer nur geringen Preisdifferenz gegen den Tageskurs übernehme. Dazu verlangten sie noch, das Konsortium möge, wie es sich seinerzeit verpflichtet hat, dafür einstehen, gegen weichende Kurse, herrührend von Realisationen der Konzertzeichner, nach Möglichkeit mit Ankäufen aufzutreten. Bei den Banken sind die Staatsanleihen nicht sowohl wegen des Zwischengewinnes als wegen des Renommees und der damit verbundenen Ehre beliebt [1]). Der geringe tatsächliche Gewinn, resp. der schon öfters eingetretene Verlust hat daher in Bankkreisen der Übernahme von deutschen Staatsanleihen den Ruf einer patriotischen Tat oder „freiwilliger Einkommensbesteuerung" eingetragen. Bei

---

zunächst unerklärlich geworden seien. Hernach habe sich herausgestellt, daß nicht die Bedingungen der Städte, sondern die des Staates abnorm gewesen seien. Wenn es sich überhaupt um Verirrungen gehandelt hat, so könnten dieselben doch nur ganz minimal gewesen sein, wie aus obigen Kursen hervorgeht. Es geht nicht an, aus einigen Pfennigen Kursunterschied zu schließen, daß der Kreditmaßstab für die Städte gelitten habe. Doch meint ja Jastrow am Schlusse selbst, man brauche das alles nicht zu glauben.

[1]) Provinzbanken streben oft nur aus Eitelkeit danach, im Prospekte ihre Namen mit dem Vermerk verzeichnet zu sehen, sie seien zur Entgegennahme von Zeichnungen beauftragt.

der Anleihe vom 5. Juli 1887 z. B. löste sich das Konsortium am 12. Juli mit einem Gewinn von 0,4% auf, bei der Anleihe vom 22. Januar 1902 am 12. Dezember mit 0,325% Nettogewinn und bei der Anleihe vom 17. April 1903 am Anfang Mai mit 0,37% Nettogewinn. Öfters schon hat das Konsortium Verluste erlitten: Abgesehen von einer ganzen Anzahl von Bundesstaatsanleihen besonders nach der Reichsanleihe vom Februar 1890 und der 70 Millionen Mk. Anleihe Preußens im Jahre 1904. Die nächste Folge ist, daß meistens das Konsortium den Kurs der Anleihen gar nicht reguliert, sondern den kleinen Gewinn einsteckt, seine Aufgabe sogleich nach der Emission für beendigt ansieht und den Markt sich selbst überläßt. Reichsbank und Seehandlung tragen zu einer Kursregulierung am wenigsten bei; sie suchen möglichst rasch das Geschäft durchzuführen und brachten bisher keine Opfer zu Gunsten des Staatskredites. Eine Interventionsstelle scheint mir bei uns im Interesse des Staatskredites deshalb Berechtigung zu haben, weil häufig sofort nach Zuteilung die Stücke wieder am Markte verschleudert werden und selbst nach gelungener Zeichnung die Emissionen zum zweiten Male infolge Rückströmens von Material plaziert werden müssen. Es wäre nun Aufgabe der Emissionshäuser, das nach der Emission zum Verkauf kommende Material wenigstens teilweise aufzunehmen, um auf stabile Kurse hinzuwirken, d. h. den Markt zu manipulieren. Denn wenn keine Interventionsstelle in die Kursgestaltung eingreift, wird durch die Tätigkeit der Spekulanten der Staatskredit geschädigt. Während nach Begebung ausländischer Staatsfonds in Deutschland[1]) die Kurse sich günstig halten, beginnen sie nach unseren Staatsemissionen (so z. B. nach den Anleihen vom Februar 1890, Oktober 1890, Februar 1892, April 1893, Januar 1899, April 1901, April 1903, Februar 1904) meist sofort zu weichen. Diese unliebsame Erscheinung ist geeignet, ungünstigen Eindruck auf die ernsthaften Zeichner wegen des ihnen erwachsenden Verlustes zu machen, die Reihen der seriösen Zeichner für spätere Emis-

[1]) Die Rothschildgruppe und das Russenkonsortium haben ja allerdings wesentlich andere Gründe für eine Intervention und können eine Kursregulierung auch leichter durchführen.

sionen zu lichten und den Staatskredit zu schädigen. Das Publikum muß sehen, daß das Papier ohne Verlust veräußert werden kann. Angesichts der bedeutenden Masse von Reichsanleihen und Konsols würde bei etwaiger Kursregulierung der Konsortialgewinn sich bald in einen sicheren Verlust umwandeln. Bei zu günstiger Zeit emittierten Anleihen, die natürlich nur für eine Kursregulierung in Betracht kommen könnten, hätte auch bisher eine Interventionsstelle mit Leichtigkeit die Kurse zu stützen vermocht. Z. B. 1892 und 1893 waren bei dem wirklichen Erfolge der Anleihen die Voraussetzungen für eine gute Klassierung gegeben und doch war nach nur leichtem Rückströmen von Material an den Markt ein Kursrückgang eingetreten. Wenn der Staat nun nicht so sehr auf den höchstmöglichen Preis sehen und den Banken einen entsprechenden Gewinn lassen würde, wäre dann anzunehmen, daß diese bei Unterbringung der Anleihen mehr sein Interesse im Auge behalten würden? Man kann den Banken nicht verübeln, wenn sie ihren besten Kunden andere Effekten als Konsols und Reichsanleihen, an denen sie nichts verdienen, anbieten. Meist ist die Provision für die Zeichenstellen 20 Pf., von denen sie jedoch nicht mehr als 10 Pf. weitervergüten oder weitervergüten dürfen, während für Pfandbriefverkäufe oft über 1% den Banken gewährt wird. Bei etwaiger Erhöhung des Zwischengewinnes wäre es Sache des Vertrages, die Banken zu binden, für eine erfolgreiche Kursregulierung Sorge zu tragen. Die Banken haben natürlich in erster Linie ihr Privatinteresse im Auge und dies deckt sich durchaus nicht mit dem des Staates. Eine Intervention irgend welcher Art zur Vermeidung des sonst gewöhnlich eintretenden Kursfalles ist schon deshalb erwünscht, weil bei uns keine dauernde, die Kurse automatisch regulierende Spekulation besteht, die bei Neuemissionen große Anleihesummen übernimmt, um sie allmählich an das Publikum weiterzugeben.

Könnte nun nicht durch billigere Abgabe der Anleihen an das Konsortium dieses seinerseits die Emission billiger an den Markt bringen und so die Spekulation anregen? Durch deren Tätigkeit würde dann das Klassierungswerk gefördert und der regelmäßige Kursfall verhütet. Bevor wir zu dieser Frage

Stellung nehmen, haben wir die in dieser Richtung lehrreiche französische Emissionstechnik zu untersuchen. Zugleich werden wir die französischen Emissionen ebenfalls nach Zeit und Häufigkeit historisch verfolgen und den deutschen gegenüberstellen. Alsdann kann auch die eingangs aufgeworfene Frage beantwortet werden, welcher Emissionsmodus für den Staat billiger ist.

C. Der französische Staat hat von 1881 an durch die Anleihen von 1881, 1884, 1886, 1891 und 1901 im ganzen 2816 Millionen Fs. dem Geldmarkte entzogen. Seine sonstigen Geldbedürfnisse hat er durch Heranziehen der Sparkassendepositen befriedigt und sich allein in den Jahren 1881—1891 über 4½ Milliarden Fs. mittels öffentlicher Subskription und Sparkassengelderverwendung nutzbar gemacht. Man beachte also, wie enorme Kapitalien auf anderem Wege als durch Anleiheaufnahme beschafft worden sind. An sämtlichen fünf Emissionen läßt sich die staatliche und spekulative Vorbereitung des Marktes nachweisen, durch die das tatsächliche Verhältnis des Subskriptions- zum Tageskurse verschoben worden ist.

Anfang der 80er Jahre war der Pariser Platz in ein wüstes Spekulationstreiben verwickelt. Die Lage des Geldmarktes ließ bei der ungesunden Spekulations- und Gründungstätigkeit — Emissionen folgten sich seit 1880 unaufhörlich — auf eine Krisis in nicht allzu ferner Zeit schließen. Inmitten einer solchen Atmosphäre entschloß sich März 1881 der Finanzminister, 1 Milliarde Fs. schwebender Schulden in 3% amortissable Rente zu konsolidieren. Die Anleihe versprach Kursgewinne und kam daher der andauernd in Hausserichtung befindlichen Börse gerade gelegen. Noch im Januar 1881 hatte der Minister auf eine Interpellation des Deputierten Haentjens die Notwendigkeit einer Anleihe von sich gewiesen [1]). Einige Wochen später — am 7. März — fiel der völlig unerwartete Erlaß des Präsidenten in das Publikum. Dieser ermächtigte den Finanzminister zur Ausgabe von 3% amortissabler Rente im Betrage von 1 Milliarde Fs. (1201162000 Fs. zu 83¼). Die Börse quittierte diese Überraschung nicht, wie man erwarten sollte, mit einem Kurssturz, sondern mit einer Steigerung von 85 am

[1]) Nach Sydow, S. 141.

1. März auf 87,60 am 7. März. Ein Beweis, daß die Spekulation die neue Anleihe mit Beschlag zu belegen gedachte [1]). Am 17. März, dem Emissionstage, war der Börsenkurs 86,05, die Emission erfolgte zu 83¼. Dank der lebhaften Spekulationstätigkeit, die sich auf Grund dieses Kursabstandes entwickelte, hielten sich die Kurse auch nach der Emission gut. Die 3% amortissable Rente notierte am 25. März 86,70, am 1. April 86,60. Im April 1881 kam sie unter den Einfluß ungünstiger Ereignisse und damit ging das Agio wieder verloren. Vermöge der Haussetendenz des Platzes stieg aber die Anleihe wieder sehr rasch auf 85 und überschritt sogar den Kurs von 90. Aber im Oktober 1881 schon, als an der Börse einige Unsicherheit eintrat und die Kurse wichen, warf die Presse dem Minister vor, nicht genügend den Kredit des Platzes geschont zu haben. Ende 1881 und Anfang 1882, als immer noch Einzahlungen auf die neue Anleihe zu leisten waren, begann das künstliche Spekulationsgebäude zu wanken. Die Anleihe war fast ganz in den Händen der Spekulanten, trotzdem Zeichnungen bis 500 Fs. (was schon ziemlich viel ist) als von seriösen Zeichnern ausgehend voll berücksichtigt worden waren. Die Spekulation hatte ihre Kapitalien so in Engagements festgerannt, daß die noch ausstehenden 200 Millionen Fs. auf die Milliardenanleihe nicht ohne schwere Schädigung hätten dem Geldmarkte entzogen werden können. Die Reports auf Staatsrente waren im Dezember 1881 über 10%. Dazu stand noch vor Jahresschluß großer Geldbedarf der Börse in Aussicht. Der Finanzminister suchte nunmehr angesichts der bevorstehenden Einzahlung von 200 Millionen Fs. den Markt durch Reportoperationen zu stützen. Vom 31. Dezember 1881 bis 4. Januar 1882 ließ der Minister 2305000 Fs. Rente (3% amortissable) [2]) kaufen und zahlte dafür 52900000 Fs. Am selben Tage verkaufte er die Rente auf Zeit und verpflichtete sich, sie in der Liquidation von Ende Januar zu liefern. Dieser Rückkauf geschah mit einem Nutzen für die Regierung. Diese hatte die Rente zu 85,48 im Durchschnitt per Kassa gekauft

[1]) Nach Sydow, S. 141.

[2]) Darstellung zum Teil nach Angaben von Léon Say in: Annales de l'Ecole des sciences politiques 1886.

und konnte sie nunmehr zu 85,80 auf Zeit verkaufen (Gewinn 250 000 Fs.). Mehrere Operationen dieser Art folgten nach. In der Februarliquidation mußten die Darlehen von 53 auf 165 Millionen Fs. erhöht werden. Im März zog die Regierung allmählich die Summen zurück bis auf 83 Millionen Fs. Im April wurden wieder, um die schwachen und ungesunden Spekulationsengagements zu liquidieren, 40 Millionen Fs. zugefügt. Erst im Juli war die große Reportoperation beendigt [1]). Diese Intervention, die dem Staate 2 Millionen Fs. Gewinn gebracht hat, hätte schlimm ausfallen können. Die der Börse zugeführten Kapitalien hätten ihm, selbst wenn die Regierung es versucht hätte, nicht mehr entzogen werden können. Derartig weitgehende Interventionen des Finanzministers zur Schonung des Geld- und Rentenmarktes sind durchaus verfehlt. Der Staat soll gute Finanzwirtschaft treiben und sich nicht auf den Standpunkt der Börse und Spekulation begeben, oder gar das Budget mit solchen Gewinnen bereichern. Den Zusammenbruch hat er doch nicht verhüten können.

Bereits Anfang des Jahres 1882 brach ein ungeheurer finanzieller Krach aus (Zusammenbruch der Union générale). Durch die enormen Verluste ängstlich geworden, suchten die Kapitalisten für ihre Ersparnisse nur noch staatsgarantierte Anlagen auf. An neue Rentenemissionen konnte bei der Lage des Marktes nicht gedacht werden. Diesen Gedanken vertrat auch Freycinet in seiner Programmrede am 31. Januar 1882: „Die finanziellen Fragen haben seit langer Zeit großen Raum in den öffentlichen Angelegenheiten eingenommen. Die gegenwärtige Lage hat zwar nichts Beunruhigendes, aber sie erfordert eine gewisse Vorsicht. Es kann daher im Augenblicke von Konversionen, Eisenbahnverstaatlichungen oder Rentenemissionen nicht die Rede sein. Es muß unsere Aufgabe sein, die richtigen Wege zu finden, um die Anforderungen an den Staatskredit für eine gewisse Zeit einzuschränken und dafür die Privatindustrie in stärkerem Maße heranzuziehen“ [2]). Ähnlich war der Wortlaut einer Ministerrede vom 22. Februar 1883.

---

[1]) Siehe Anm. 2, S. 198.

[2]) Zitiert nach Sydow, S. 149.

In dieser wurde vorgeschlagen, mit den Eisenbahngesellschaften Unterhandlungen anzuknüpfen, um sie zu teilweiser Ausführung weiterer Eisenbahnbauten an Stelle des Staates zu veranlassen, damit der Staatskredit nicht übermäßig in Anspruch genommen werden müsse. Am weitgehendsten in diesem Bestreben sind wohl die prophetischen Worte Loubets in der gegen die Eisenbahnverstaatlichung gerichteten Kammerrede vom 27. Juli 1883: „Gewiß, ich sage und habe den Mut es zu sagen, daß die Hebung der Rentenkurse wünschenswert ist und ich wünsche sehnlichst für mein Land den Tag herbei, an dem die 3% Rente den Paristand überschritten haben wird. Gewiß sind wir interessiert, den Staatskredit zu heben und ihn auf dem höchstmöglichen Stande zu halten. Handel, Industrie, ja jedermann ist daran interessiert. Sagen Sie mir doch wie Sie, ich will nicht sagen an das nächste, aber an die Budgets von 1886, 1887 und 1888 herantreten werden, wenn Sie nicht mit den Gesellschaften verhandeln? Unsere erste Fürsorge muß sein, den Staatskredit zu schonen und zu festigen. Die Verhandlungen verwirklichen dies; sie ermöglichen dem Staate seinen Kredit aufrechtzuerhalten.“ Nachdem das Abkommen mit den Eisenbahngesellschaften getroffen war, und auf dem Markte nicht mehr die Aussicht auf unaufhörliche Rentenemissionen lastete, hob sich die 3% Rente nach und nach und erreichte — ein merkwürdiger Zufall — auch wirklich (Ende der 80er Jahre) den Paristand. Andere nicht vorauszusehende Ursachen wirkten dabei lebhaft mit, aber jedenfalls war jene vorsichtige und die Schonung des Staatskredites erstrebende Politik die Voraussetzung für diese Veränderungen.

Zu der Zeit, da Loubet diese Worte gesprochen hat, erreichte die schwebende Schuld die ungeheure Summe von 1670 Millionen Fs.[1]), d. h. den höchsten Stand der Jahre

[1]) Es ist irrig zu glauben, die ganze schwebende Schuld bestehe in Form von Schatzscheinen. Ihre Hauptbestandteile sind Vorschüsse von Generaleinnehmern in laufender Rechnung; Kapitalien von Gemeinden und öffentlichen Anstalten, die verpflichtet sind, ihre überschüssigen Gelder in der Staatskasse zu deponieren (oft in der Höhe von 400 und 500 Millionen Fs.), ferner die laufende Rechnung der Depositenkasse, nicht angelegte Gelder der Sparkassen u. s. w. Der größte Teil der schwebenden Schuld ist jedoch auf Sicht zahlbar.

1870—1900 überhaupt. Trotzdem wurde mit Rücksicht auf den schwer vom Finanzkrach geschädigten Geldmarkt keine neue Anleihe aufgenommen; vielmehr wurden die Staatsbedürfnisse durch Benutzung von Sparkassengeldern gegen Rentenhinterlegung in der Höhe von 1086 Millionen Fs. vorübergehend gedeckt. Diese Konsolidationen haben auf den Geldmarkt keinerlei Einfluß, denn die der Depositenkasse übergebenen Renten kommen nicht an den Markt und drücken daher auch nicht die Rentenkurse. Indem der Rentenmarkt durch solche keineswegs zu billigende Mittel geschont wurde, konnten sich die Renten allmählich klassieren. Damit hob sich der Staatskredit, obwohl die Finanzlage deshalb nicht besser und die Finanzführung auch nicht aufrichtiger wurde. Die 3% ewige Rente notierte am 27. Dezember 1883 — 75,30, am 31. Dezember 1884 — 79,14. In letzterem Jahre sind durch Benutzung von Sparkassenguthaben weitere 114 Millionen Fs. der schwebenden Schuld konsolidiert worden. Die Aufwärtsbewegung wurde durch den breiten Strom der Ersparnisse sowie durch die anhaltende Abneigung des Publikums gegen alles, was nicht den Stempel der Staatsgarantie besaß, begünstigt. Die Gesamttendenz des Marktes war also überaus vorteilhaft für den Staat, als er im Jahre 1884 einen Teil der Schulden mittels einer Emission von 350 Millionen Fs. 3% amortissabler Rente konsolidierte. Vor ihrer Zeichnung am 12. Februar gestaltete sich das Verhältnis des Subskriptions- zum Tageskurse ähnlich wie bei der letzten Anleihe: Am 17. Januar 1884 notierte die 3% amortissable Rente 77,75. In der zweiten Hälfte dieses Monats, zur richtigen Jahreszeit, wurde die Anleihe vorbereitet und der Rentenkurs durch das Interesse der Spekulanten auf 78,10 am 31. Januar getrieben. Der höchste Kurs vor der Emission war 78½; am 12. Februar, dem Emissionstage, aber 78,15. Der Subskriptionskurs wurde auf 76,60 angesetzt. Diesmal trat nach der Emission ein leichtes Weichen der Kurse ein: am 14. Februar auf 77,65; am 21. Februar auf 77,40; am 27. Februar auf 77,40; am 7. März auf 77,35. Dieser leichte Rückgang dürfte wohl dem gegen sonst geringeren Abstand des Zeichnungs- vom Tageskurse und den Emissionsbedingungen zu-

zuschreiben sein. Das Steigen der Kurse im April und Mai auf 97 und über 80 ging Hand in Hand mit der allgemeinen Haussetendenz des Marktes und der raschen Klassierung.

Auch nach dieser Anleihe blieb in den Jahren 1884—1886 die schwebende Schuld bedeutend über 1 Milliarde Fs. Aus dem genannten Grunde konnte sich der Staatskredit weiterhin bessern bis zum Jahre 1886, bis zu welchem die Tendenz für feste Werte unverändert günstig lag. Der Finanzminister Carnot wollte in diesem Jahre zur Reduktion der schwebenden Schuld 1466 Millionen Fs. 3% Rente emittieren, aber die von ihm vorgeschlagene Summe ist bis auf 900 Millionen Fs. reduziert worden. Davon sind 400 Millionen Fs. an die Depositenkasse (Heranziehen von Fonds der Sparkassen und der Altersversicherungskasse) abgegeben, und der Rentenmarkt also mit nur etwa 500 Millionen Fs. (631½ Millionen Fs. zu 79,80) belastet worden. Die Mittel, mit denen man den Staatskredit schonte, setzten diesen umso gefährlicheren Zufällen aus. An der Börse wußte man nur, daß eine neue Rentenemission in Aussicht stehe. Schon bevor man Näheres über Emissionskurs und Emissionsbedingungen erfahren hatte, sind, wie bei den vorangegangenen Anleihen, die Kurse der amortissablen Rente vermöge der Spekulationstätigkeit gesteigert worden: von 80,35 am 1. April auf 80,70 am 8. April, auf 80,87 am 22. April, auf 81,70 am 29. April und auf 82 am 30. April. Am 24. April gingen unbestimmte Gerüchte um, daß die Anleihe am 10. Mai mit Fs. 1,50 unter dem nächsten Kompensationskurs mit Zahlungserleichterungen begeben werde. Die Spekulation beschäftigte sich lebhaft mit der erwarteten Emission. Ultimo April haben daher die bis dahin ganz geringen Reportsätze eine Höhe von 6, 7 und 8% teilweise erreicht. Bis zur Emission am 12. Mai zu 79,80 stiegen die Kurse weiter. Noch höher waren sie nach der Subskription infolge anhaltenden Spekulationsinteresses:

	Kassakurse	Zeitkurse
30. April	82,—	81,97
1. Mai	82,05	82,12
3. „	82,05	82,42
4. „	82,20	82,50
5. „	82,35	82,70

	Kassakurse	Zeitkurse
6. Mai	82,20	82,75
7. „	81,90	82,37
8. „	82,15	82,40
10. „	82,35	82,47
11. „	82,55	82,65
13. „	82,75	82,77
14. „	82,60	82,65
15. „	82,55	82,60
17. „	82,75	82,70
18. „	82,80	82,80
19. „	82,55	82,55
27. „	82,40	—
3. Juni	82,95	—
24. „	83,—	—

Die Anleihe war nur eine Umwandlung bereits bestehender Schulden. Da die Ratenzahlungen ausgedehnt waren und das Ausland sich lebhaft beteiligte, war die Geldmarktbelastung minimal. Überdies fehlte den Sparern genügende Auswahl in neuen Anlagen, den Banken neue Geschäfte. Die Anleihe aber eröffnete Kurschancen und Provisionen. Alles Vorbedingungen für eine rasche Klassierung.

Kurz nach dieser Emission wäre eine neue Anleihe in der Höhe von 1 Milliarde Fs. erforderlich gewesen. Eine neue Schuldenvermehrung wurde jedoch verschoben, trotz des zeitweise bedenklichen Anschwellens der schwebenden Schuld (1886 1293½ Millionen Fs.). Um den Staatskredit zu schonen, ließ die Regierung sogar im Anschluß an die Rentenkonversion von 1887 sich zu einer versteckten Anleiheaufnahme herbei, die jedoch mißglückte[1]). Zu einer offenen Anleihe schritt man erst im Januar 1891 wieder. Der Staatskredit wurde also von 1886—1891 nicht mehr in Anspruch genommen. Was bedeutete dies für die Rentenkurse? Noch 1887 und 1888 war der französische Staatskredit mit einem Realzins der Renten von ca. 3¾ % weit unter dem holländischen, deutschen, belgischen und skandinavischen. Die Fonds dieser Staaten verzinsten sich 1888 zu 3¼—3½ %; 3 % sächsische Rente notierte mit einer Ausnahmestellung ca. 98, die gleich-

[1]) Hiervon Näheres bei Besprechung der Konversionen.

verzinsliche französische Rente 82, d. h. ungefähr so hoch wie 2½ % belgische Rente. Verschiedene Umstände trugen außerdem zu der allmählichen Klassierung und Aufwärtsbewegung der Staatsrenten bei. Die Zufuhr neuer Werte war bei der seit 1882 anhaltenden Stagnationsperiode zu gering im Hinblick auf die intensive Nachfrage nach nur staatsgarantierten Werten. Charakteristisch hierfür waren die sehr lebhaften Rentenankäufe durch Vermittlung der Steuerbeamten. Der Überschuß der Verkäufe des Staats über die Ankäufe war in den Jahren 1882—1888:

in	Millionen	Fs.	243
„	„	„	203
„	„	„	238
„	„	„	187
„	„	„	168
„	„	„	214
„	„	„	144
zusammen	also		1397 Millionen Fs.

In den folgenden Jahren, besonders 1888—1892, wirkte noch zu Gunsten der Rentenkurse die bereits besprochene Absorptionstätigkeit der Depositenkasse [1]) und 1888 der Panamakrach, 1889 der Zusammenbruch des Comptoir national d'Escompte und der Société des Métaux. Das Publikum zeigte daher noch mehr Antipathie als bisher gegen industrielle Werte und verhinderte ihr Entstehen. Endlich übten im letzten Drittel des Jahres 1890 die finanziellen Krache in England (Baring), Südamerika und den Vereinigten Staaten von Amerika auch auf Frankreich einen Rückstoß.

Man vergegenwärtige sich diese Tatsachen und man wird das rasche Fallen des Kapitalzinses begreiflich finden. Die Renten haben das ganze Jahr 1890 über ihre lebhafte Hausse beibehalten. Der Staat kaufte mit Sparkassengeldern dauernd alles disponible Rentenmaterial am Markte auf [2]) und bereitete

[1]) Siehe Kapitel VI.

[2]) Siehe Jannet, a. a. O.: Die Käufe sind geschickt kombiniert worden, um die Kurse bei jeder Liquidation zu heben und die Anleihe von 1891 vorzubereiten. Die Kreditinstitute unter der Hand des Ministers (besonders der Crédit foncier) haben im selben Sinne gewirkt.

ihn damit in der denkbar weitgehendsten Weise auf eine neue Anleihe vor. Diese war für Januar 1891, also für eine Zeit regen Anlagebedarfes (Couponsverfall), in Aussicht genommen.

Die Hausse wurde durch die bevorstehende Emission beschleunigt. Am 1. Januar 1891 war der Rentenkurs 94,69, am 8. Januar 1891 94,90, am 10. Januar, dem Emissionstage, 95½ (höchster Kurs vor der Emission überhaupt!). Die Subskription fand an diesem Tage zu 92,55, also 3 Fs. unter Tageskurs, statt. Die Geldmarktbelastung durch diese Anleihe von 869½ Millionen Fs. (939,479 Millionen zu 92,55) war bedeutend; allerdings war auch sie nur eine Umwandlung bereits bestehender schwebender Schulden [1]). Sie ist vollständig von der Spekulation in Beschlag genommen worden und hat der Börse wochenlang ihr Gepräge aufgedrückt. Die Liquidationskurse zur Zeit der Emission waren irreführend; die Reports waren in der alten und neuen 3%igen gleich 0, in der amortissablen Rente gleichzeitig sehr teuer. Den ersten Tag hatte man einen Reportsatz von 0,06 Fs. für beide ersteren Rentenarten und am Tage darauf, als alles vorüber war, 0,18 Fs. Niedrige Kurse in der Liquidation ließ man durch künstliche Kompensationskurse verschwinden. Mit solchen Mitteln wurde die Durchführung der Emission gefördert. Die Kurse nach der Emission haben sich infolge der lebhaften Anteilnahme der Spekulation sehr gut gehalten und sind bis März 1891 nahezu unverändert geblieben. Allerdings konnten sie nur mit großen Anstrengungen gestützt werden. Nach der Emission wurde fortwährend auf Kassa oder Zeit Rentenmaterial mit Sparkassenfonds aus dem Markte genommen und speziell durch die Depositenkasse ein Teil der flottierenden Renten absorbiert [2]).

Von 1891—1901, also volle 10 Jahre, ist in Frankreich jede Rentenemission unterblieben; eine wichtige Voraussetzung

---

[1]) Bei Erlaß des Anleihegesetzes belief sich (nach Sydow) die Gesamtsumme der kurzfristigen Obligationen auf 1 078,8 Millionen Fs.

[2]) Ihre Rentenankäufe waren in den ersten 7 Monaten des Jahres 1891:

18,4	Millionen Fs. (Kapitalbetrag)	42,2	Millionen Fs. (Kapitalbetrag)
23,—	„ „ „	32,3	„ „ „
33,8	„ „ „	31,3	„ „ „
43,4	„ „ „		

für die Stabilität der Kurse und das Eindringen der Renten ins Volk! Welch große Anstrengungen der Staat aber gemacht hat, um neue Anleihen zu vermeiden, zeigen folgende Beobachtungen:

Schon 1893 wäre nach Paul Leroy-Beaulieu eine Anleihe von mindestens 1 Milliarde Fs. nötig gewesen. Im Jahre 1894 zahlte der Staat, um eine Rentenanleihe zu vermeiden, aus Rücksicht für Markt und Kurse seiner Staatsanleihen lieber für eine Summe von 573 721 000 Fs. erheblich höhere Zinsen, als nach dem Stande des Staatskredites gerechtfertigt gewesen wäre. Eine sehr instruktive Tabelle mag dies veranschaulichen:

Schulden des Staates an die Depositenkasse:

Eingegangen laut Gesetz vom	Betrag [1]) in 1000 Fs.	Realzins der Renten zur Zeit der Aufnahme d. Schuld	Zins an die Depositenkasse [1])	Realzins der Renten Ende 1894
26. Dezember 1892	235 761	3,04 %	3 1/2 %	—
26. Juli 1893	180 057	3,07 %	3 1/4 %	—
26. November 1892	62 534	3,04 %	3 1/2 %	2,95 %
1888	1 724	3,57—3,75 %	4 1/2 %	—
16. Juli 1889	8 890	3,44 %	4 %	—
18. August 1881	84 755	3,44 %	4 %	—
	573 721			

Solche Schuldenaufnahmen bedeuten nichts anderes als Verteuerung des Staatskredites, weil der Staat vor neuen Anleihen zurückschreckt. Auf diese Weise hat die Regierung seit 1880 [2]) insgesamt nicht weniger als 25—30 Millionen Fs., wenn nicht noch mehr, verloren. Im Jahre 1894 schlug man bei dem Überparistand der 3 % Renten eine weitere derartige mit 3 1/4 % verzinsliche Anleihe von 450—500 Millionen Fs. vor. Diese Operation würde das Budget um 1,1—1,2 Millionen Frs. jährlich mehr als eine Rentenanleihe belastet haben [3]). März 1903

[1]) Die Zahlen über Betrag und Zinsen der Schuld sind dem Budgetberichte von Cochery, S. 74 entnommen. Die kürzesten dieser Anleihen laufen 3 und 9 Jahre, die längsten aber 20, 22 und 28 Jahre.

[2]) Nach Berechnungen von Paul Leroy-Beaulieu im Economiste français am 24. November 1894.

[3]) Paul Leroy-Beaulieu bemerkt hierzu im Economiste français 24. November 1894: Voilà où la peur des emprunts publics conduit les

war die Schuld des Staates an die Depositenkasse auf 785 Millionen Fs. angewachsen [1]). Interessant sind nun die Gründe, weshalb in diesem Jahre die fragliche Schuld bis 1923 verlängert wurde. Der Staat schuldete nämlich der Cie. du canal du Midi 28 Millionen Fs. und wollte diese Summe zahlen, ohne seine Ausgaben zu vermehren. Daher wurde der Verfalltermin der staatlichen Schulden bei der Depositenkasse trotz der teuren Zinsen unter dem Vorwande der Unifikation bis 1923 verlängert. Bedeutende Teile dieser Schuld wären schon viel früher (z. B. 1914) erloschen. Aber ihre Verlängerung verschaffte dem Staate die Mittel zur Zahlung der 28 Millionen Fs., außerdem 1 391 000 Frs. Budgeteinnahmen. Die Ersparnisse aus der Amortisation ermöglichten also dem Staate, Schulden zu zahlen [2]). Derartige versteckte Schuldaufnahmen — Stourm berechnete 1895 die seit der Anleihe von 1891 neu kontrahierten auf 600 Millionen Fs. — sind bedenklich und täuschen das Land über die wahre finanzielle Lage; öffentliche Anleihen dagegen klären es auf. Aber eben darum, meint Stourm, halte sich die Regierung solange als möglich von ihnen zurück [3]).

Im Jahre 1895 war die schwebende Schuld schon wieder auf 1300 Millionen Fs. angewachsen; aber im Interesse des Kredites und der öffentlichen Meinung wurde eine neue Emission vermieden und der Geldbedarf durch eine Anleihe bei der Depositenkasse befriedigt. Indem man in den folgenden, finanziell etwas günstigeren Jahren gleichzeitig die schwebende Schuld verminderte und die fälligen Obligationen zurückzahlte, wurde der Staatskredit geschont und das Vertrauen in die Finanzführung bei den Millionen kleiner Rentenbesitzer gestärkt. Ähnliche Bestrebungen der Schuldenpolitik in den folgenden Jahren. Rouvier sagte im Senat hierüber [4]): „Nous avons un

---

Etats qui ont besoin d'emprunter, mais qui se cachent de peur qu'on leur reproche de gaspiller.

[1]) R. Stourm, Economiste français 1903.

[2]) Ähnlich war es mit der 265 Millionen Fs. Anleihe von 1900, bei der mittels Amortisation ebenfalls die Budgeteinnahmen vermehrt wurden (vgl. hiezu Anhang).

[3]) R. Stourm im Economiste français, 15. Juni 1895.

[4]) Neymarck, Finances contemporaines, S. 568.

crédit public admirable; gardons-nous d'y porter atteinte." Im Jahre 1901 bereitete der Finanzminister durch vorherige Rentenankäufe den Markt auf die kleine öffentliche Anleihe von nur 265 Millionen Fs. vor. Zwei Jahre darauf machte Rouvier alle erdenklichen Anstrengungen, um eine neue Anleihe zu vermeiden und Steuerzahler, Staatskasse und Budget gegen die unaufhörlichen Angriffe der Abgeordneten zu schützen. Er wollte zum Ausgleich der Budgets von 1901 und 1902 sich zu einer Emission kurzfristiger Obligationen in der Höhe von 319 Millionen Fs. ermächtigen lassen, da er eine Schatzscheinemission für ungenügend hielt; aber die Budgetkommission reduzierte den Betrag auf 254 Millionen Fs. So wurden in Frankreich periodisch kleine Anleihen umgangen und das vermieden, was Rouvier zutreffend „émietter le crédit de la France" nannte, mit anderen Worten: Auf Kosten der Aufrichtigkeit der Finanzführung wurden die Rentenkurse hochgehalten. Jedesmal aber, wenn zeitlich beschränkte Schulden in ewige Rente umgewandelt wurden, verzichtete der Staat, da letztere nicht getilgt werden, endgiltig auf Heimzahlung und erhielt so neuen Impuls zum Schuldenmachen.

Rein vom Geldmarktstandpunkt aus aber betrachtet hat der Staat zur richtigen Zeit (abgesehen von 1881) bedeutende Kapitalien vermöge günstiger Subskriptionsbedingungen sich zu verschaffen verstanden. Die Anleihepolitik war von dem fortwährenden ängstlichen Streben erfüllt, den Rentenmarkt trotz dringender Geldbedürfnisse und starker Budgetdefizits zu schonen. Die Rentenanleihen wurden in längeren Abständen aufgenommen; in der Zwischenzeit konnten sie sich allmählich klassieren. Das wirkliche Erscheinen einer neuen Anleihe wirkt dann wochenlang belebend auf die Kurse und nimmt die ganze Aufmerksamkeit der Börse in Anspruch. Dieser fließen viel mehr Kapitalien als in Deutschland von allen Richtungen zu. Das Wirtschaftsleben pulsiert weniger stark. Spar- und Staatskassen entwickeln eine dauernde Nachfrage nach Renten; ähnlich das Kapitalistenpublikum in der Provinz durch Vermittlung der Steuerbeamten. Der Staat findet daher stets große Kapitalien bereit zur Anlage in Staatsfonds vor.

Es bestehen also fundamentale Unterschiede zwischen der

französischen und deutschen Emissionspraxis hinsichtlich der Behandlung der Frage der Zeit und Häufigkeit der Emissionen. Beachtenswert ist das Mittel, um größere Bewegungsfreiheit nach dieser Richtung zu erzielen, nämlich die ausgiebigere Schatzscheinverwendung der französischen Finanzverwaltung. Für vorübergehenden Behelf mit den für den Staat viel billigeren Schatzscheinen[1]) hatten unsere Finanzminister bis in die jüngste Zeit nur wenig Spielraum; anderseits wurde von ihnen von dieser Art der Kreditbeschaffung nicht der genügende Gebrauch gemacht, so daß darunter die Rücksichtnahme auf Geldmarktlage bei Neuemissionen bisweilen litt. Im Reich und in Preußen wurde bis auf die neueste Zeit dem Reichskanzler bezw. dem Finanzminister durch die Etatsgesetze die Ermächtigung zum vorübergehenden Behelf mit Schatzscheinen mit Umlauffrist von längstens einem halben Jahre nach Ablauf des jeweiligen Finanzjahres erteilt. Z. B. 1899 im Reiche maximal 100 Millionen Mk., Mitte der 90er Jahre bis zu 175 Millionen Mk. In Preußen 1899—1900 z. B. 30 Millionen Mk. maximal; ebenso z. B. 1892, in welchem Jahre der Finanzminister, um freiere Hand zur vorübergehenden Beschaffung von Geldmitteln zu haben, in seiner Budgetrede[2]) vorgeschlagen hat, die Ermächtigung zur Schatzscheinausgabe von 30 Millionen Mk. auf 100 Millionen Mk. auszudehnen. Als kürzlich die Reichsfinanzreform in Aussicht gestellt wurde, hat der Reichsschatzsekretär sich näher mit dem Gedanken einer ausgiebigeren Verwendung von Schatzscheinen befaßt. Die Regierung läßt sich jetzt bevollmächtigen, Anleihen zunächst durch Schatzscheine aufzubringen, um nicht zu ungelegener Zeit (April) mit Reichsanleihen an den Markt kommen zu müssen.

Die Schatzscheine wenden sich an andere Interessenten als die Titres der fundierten Schuld. Sie zirkulieren wenig im Verkehr, sondern gehen meist sofort in feste Hände (von Großkapitalisten, Banken, öffentlichen Kassen, Handelsgesellschaften etc.) über. Derartige Käufer sind am meisten in England.

---

[1]) Man vergleiche hierzu den Nominalzins der Schatzscheine mit dem Realzins der französischen Rente auf Tabelle 33 und 34.

[2]) Verhandlungen des preuß. Abgeordnetenhauses vom 6. Januar 1892.

ebenfalls sehr viel in Frankreich, am wenigsten in Deutschland zu finden. Daher liegt, abgesehen von den verderblichen Wirkungen einer wie in Frankreich zeitweise bedenklich anschwellenden schwebenden Schuld, die Gefahr nahe, daß das Reich und Preußen durch Begeben einer großen Menge von Schatzscheinen sich und der Industrie das Geld auf dem Markte verteuern und die Anleiheaussichten sich selbst verschlechtern. So z. B. wurde durch Begeben großer Posten Schatzscheine an die Reichsbank in den ersten Monaten 1903 eine Diskontermäßigung verzögert, und im April 1903 folgte die Reichsanleihe. Indessen kann durch entsprechende Technik der Begebung, Stückelung und Publizität das Anlageinteresse für eine andere Form der schwebenden Schuld auch bei mittleren Kapitalisten erweckt werden. In Frankreich z. B., wo der Verkehr mit Schatzscheinen auf dem Geldmarkt einen ziemlich bedeutenden Platz einnimmt, kannte sie das Gros des Publikums bis auf die neueste Zeit nicht. Die Hauptabnehmerin war die Depositenkasse. Im März 1903 hat nunmehr dort die Regierung zum ersten Male seit den 70er Jahren sich mit jener anderen Form der schwebenden Schuld, nämlich mit verzinslichen, auf mehrere Jahre ausgegebenen Schatzanweisungen direkt an das Publikum gewandt. Es wurden 3 % Bons du Trésor mit einer Laufzeit von 5—6 Jahren [1]) und zum ersten Male kleine Abschnitte von nur 500 Fs. emittiert [2]). Durch die Umtauschmöglichkeit in Titres der später zu emittierenden fundierten Anleihe, welche die Schatzscheine ersetzt, wird dieser bei Publikum und auf dem Geldmarkte der Eingang erleichtert. Die Schatzscheinverwendung setzt den Finanzminister in Stand,

---

[1]) Dem eventuellen Rückzahlungszwange in ungünstigen Zeiten kann man sich dadurch entziehen, daß der Schuldner zwar die Verpflichtung übernimmt, nach Ablauf von 4 Jahren z. B. zur Rückzahlung zu schreiten, daß er aber schon nach 2 Jahren, sofort oder beliebig innerhalb der zwei nächstfolgenden Jahre die Kündigung vornehmen darf. „Damit wird natürlich die Gefahr vermindert, daß dem Schuldner die Bindung an einen festen Verfalltermin unter Umständen schwere Opfer kosten oder selbst eine drückende Last werden kann. Diesen Weg hat man im Reiche bereits beschritten.“ (Frankfurter Zeitung, 11. März 1904.)

[2]) Saling, 9. Aufl., allgemeiner Teil, S. 9.

Anleihen zu geeigneterem Zeitpunkte herauszubringen; der Staatsgläubiger kann keine Kursverluste wie bei Staatsfonds erleiden und nach im voraus bestimmter Zeit wieder über sein Kapital disponieren.

Was ergibt sich aber aus den französischen Rentenemissionen für das Verhältnis des Subskriptions- zum Tageskurse? Ihr gegenseitiger Abstand pflegt dort auffallend groß zu sein. Tatsächlich ist er noch größer, als es auf den ersten Blick den Anschein hat. Indirekt sind bisweilen namhafte Unkosten mit der Durchführung der Emission verknüpft. Z. B. wurde der Finanzminister öfters ermächtigt, mit der Banque de France zwecks Erlangung von Vorschüssen in Verbindung zu treten. Oder die Regierung hat schon gelegentlich der Einzahlungen auf Rentenemissionen den Einzahlungstermin verschieben oder aber den Markt direkt durch Zuführung von Geldern stützen müssen. Trotz der Teileinzahlungen hat bisweilen der Staat den Subskribenten die ganze zugeteilte Rentensumme verzinst; z. B. bei der 5 % Kriegsanleihe von 1871 und 1872 waren die Subskriptionskurse 82 1/2 und 84 1/2. Für solche dagegen, die sich unmittelbar liberierten, stellte er sich auf 79 und 80 3/4 (bei 6 % Diskont). Bei ersterer Anleihe fand die Subskription am 27. Juni statt, und bereits am 1. Juli begann die Verzinsung [1]). Eine weitere Verteuerung der Emissionen ist damit gegeben, daß der Staat selbst schon den Markt auf seine Anleihen vorbereitet hat. Die engagierten Kapitalien waren mitunter sehr bedeutend [2]). Früher, als die Anleihen Bankengruppen übergeben worden waren, hatte der Staat diesen die Vorbereitung des Marktes überlassen. Seitdem er aber sein eigener Kaufmann geworden ist, hält es der Finanzminister für seine moralische Pflicht und hat auch finanzielles Interesse, zu Gunsten der Rentenemissionen zu intervenieren. Endlich ist der Beamten- und Reklameapparat bei französischen Rentenanleihen schwerfällig und kostspielig, was ebenfalls gegen die Technik spricht. Nach Auf-

[1]) Bei anderen Emissionen z. B. 1886 wurden die Zinsen für die eingezahlten Summen von den nachfolgenden Einzahlungen in Abzug gebracht.

[2]) Clément Juglar in der Société d'Economie politique 9. Januar 1892.

stellungen des Ministers Magne — neuere Berechnungen sind mir nicht bekannt geworden — waren die Subskriptionskosten auf die Anleihe von August 1870 ca. $^3/_4$ %, für die erste Kriegsanleihe $3^3/_4$ %, für die zweite $2^1/_2$ % [1]). Bei dem deutschen Emissionsmodus fallen für den Staat derartige Unkosten und Rücksichten weg.

Die Ansicht von L. v. Stein, die öffentliche Subskriptionsanleihe sei für den Staat billiger als die Konsortialbegebung, entspricht mithin nach der französischen Emissionspraxis nicht der Wirklichkeit. Allerdings erscheint in Frankreich durch das spekulative Treiben der Rentenkurse vor der Emission der Kursabstand des Emissions- vom Tageskurse größer. Der Staat erhält daher tatsächlich einen etwas günstigeren Preis für seine Anleihen, der aber doch im Verhältnis zu dem bei uns üblichen Abstande auffallend niedrig ist. Mit dem großen Kursabstand sucht der Staat den Subskriptionsreiz der neuen Anleihe zu erhöhen, da er sonst bei seinen so gewaltigen Anleihesummen nicht die bestimmte Garantie hat, daß seine Anleihen auch voll gezeichnet werden. Der Spekulation kommt bei Unterbringung der französischen Rentenemissionen eine sehr wichtige Rolle zu. Schon vor der Emission werden durch ihre Tätigkeit die Rentenkurse in die Höhe getrieben. Das nach den Emissionen rege fortdauernde Zeitgeschäft aber sorgt dafür, daß die Preise nicht ungebührlich fallen. Die Stabilität der Kurse und der andauernde Handel begünstigen aber die Klassierung. Mit ihrem Fortschreiten läßt das Interesse nach, die Rente wird sich selbst überlassen und die gewöhnliche Tagesspekulation sorgt für weitere Nivellierung der Kurse.

Die Rentenanleihen gehen in Frankreich sämtlich bei der Zeichnung zuerst in die Hände der Spekulation und der Banken über. Paul Leroy Beaulieu sagt einmal in seiner Finanzwissenschaft, die öffentliche Subskription habe und könne nicht den Vorteil haben, unmittelbar und zum Emissionssatze die Rente in die Hände der kleinen Kapitalisten zu leiten. Um ein besonders frappantes Beispiel von den vielen zu wählen, sei erwähnt, daß bei der Anleihe von 1881 das Verhältnis der

---

[1]) Zitiert nach Paul Leroy Beaulieu, Finanzwissenschaft.

Namenpapiere zu den Inhaberpapieren nach der Subskription 1 : 16 war, bei den klassierten Renten aber 1 : 2 [1]). Die neu an den Markt kommenden Staatsfonds werden in Frankreich durch Reportierung oft monate-, ja jahrelang von der Spekulation aufgenommen und allmählich an das Publikum weitergegeben. Das Einspringen der Kulisse als Bindeglied zwischen Staat und Publikum ist unentbehrlich. Volkswirtschaftlich erfüllt sie eine sehr wichtige und nützliche Funktion. Mitunter, z. B. 1872, 1878 und 1881, würden die verfügbaren Kapitalien der kleinen Leute gar nicht genügt haben, die ganze Anleihe zu absorbieren. Die 1878 emittierten amortissablen Renten waren 1881 noch nicht klassiert, da von 184 436 Renteninskriptionen dieser Art am 31. Dezember 1881 nur 10 949 auf den Namen gegen 173 487 auf den Inhaber lauteten, während bei den klassierten Renten das Verhältnis 1 : 2 war. Ähnlich war es bei den großen Kriegsanleihen von 1871 und 1872 im Betrage von zusammen 6,920 Milliarden Fs. nominal. Durch sie hatte der Staat die Ersparnisse des Landes auf 3 Jahre absorbiert, die Anleihen waren aber erst 7—8 Jahre nachher klassiert [2]). Ausland, Banken und Spekulation haben sie in Händen gehalten. Ihre allmähliche Aufnahme im Privatpublikum, das ein steter Abnehmer der Staatsanleihen ist, zeigt eine von Minister Magne gemachte Aufstellung über die Rentenan- und Verkäufe durch Steuerbeamte in der Provinz.

	In den ersten 9 Monaten wurden	
	Rente gekauft	Rente verkauft
1869	4 299 425	2 222 601
1870	4 858 216	2 178 698
1871	5 205 700	237 045
1872	17 398 538	1 630 789
1873	24 272 094	3 190 240 Fs. Rente.

Entweder will nun der Staat wie in Frankreich riesige Zeichnungserfolge durch Stimulieren der Spekulation hervorrufen, so daß die Rentenemissionen zu wahren Nationalanleihen

[1]) Die Spekulanten haben der Beweglichkeit halber Inhabertitres.
[2]) Paul Leroy Beaulieu a. a. O., S. 234.

werden, was sich aber nicht mit seriösen Zeichnungen und rascher Unterbringung verträgt; oder aber der Staat sucht mehr seriöse Subskriptionen zu erzielen, um seine Anleihen möglichst bald klassiert zu sehen. Dann sucht er die Spekulationszeichnungen zurückzudrängen. Entweder will er das eine oder das andere.

Der Charakter unseres Emissionsmodus und, wie wir sogleich sehen werden, auch die Art der Zuteilung der gezeichneten Summen gehen nach letzter Richtung. Bei uns besteht kein verlaßbarer Markt, der durch lebhafte Tagesspekulation unterhalten wird. Mit ihrer Vermittlungstätigkeit kann daher auch der Staat bei Emissionen nicht rechnen. Durch Begebung stark unter dem Tageskurs würde er meines Erachtens nicht sowohl eine anhaltende, vermittelnde Spekulation erreichen, die auf langsame Überführung der Anleihen in die Hände der Kleinkapitalisten hinwirkt, als vielmehr vorübergehende, volkswirtschaftlich schädliche Konzertzeichnungen. Diese rühren aber von Zeichnern her, die fast unmittelbar nach der Emission die Gewinne einstreichen, die zugeteilten Summen auf den Markt werfen und dann verschwinden. Das neue Börsengesetz hat die Unbeständigkeit unserer Staatsfondskurse noch erhöht und die Spekulation weiter in diese ungesunde Richtung gedrängt. Da nämlich wegen der Schwächung der Börse und des Marktes unserer Staatsfonds einmal in Aussicht stehende kleine Kursgewinne bald und leicht wieder verloren gehen können, werden diese nach Möglichkeit ausgenützt und die Stücke kurz nach der Zuteilung auf den Markt geworfen. Diese Erscheinung ist bei den Anleihen von 1902 und 1903 deutlich zu Tage getreten. Daher ist heute umsomehr eine Emissionspolitik am Platze, die nicht so sehr auf die Stärke der Börse und die vermittelnde Tätigkeit der Spekulation rechnet, als auf möglichst rasches Eindringen der Anleihen ins Publikum. Vollständig läßt sich die Spekulation nie verdrängen. Dies wäre trotz der Auswüchse auch nicht im Interesse der Emittenten.

Neben der Frage nach Höhe des Begebungs-, Übernahme- und Tageskurses ist das Verhältnis von Nominal- und Realzins der neu zu emittierenden Staatsanleihen von besonderem Interesse.

In der Praxis haben sowohl England als Frankreich und neuerdings auch das Reich und Preußen ihre Anleihen unter pari, zum Teil sehr tief darunter, begeben. Man vergleiche auf Tabelle 34 die Emissionskurse in Frankreich und vergegenwärtige sich, daß die 3 % Rente erst seit 1894 etwa pari steht, und man wird erkennen, wie enorm Frankreich im 19. Jahrhundert das Nominalkapital seiner Schuld vermehrt hat; die dem Geldmarkte entzogenen Kapitalien waren ungleich geringer. Der 3 % Typus war bis 1890 nie durch Geldmarktverhältnisse und den Staatskredit gerechtfertigt [1]).

Die Zinsen der englischen Nationalschuld wären heute um 150 Millionen Fs. niedriger [2]), wenn die Regierung Ende des 18. und Anfang des 19. Jahrhunderts immer zu pari ihre Anleihen aufgenommen hätte. Allein die Anleihen von 1793 bis 1802 haben das Nominalkapital der Staatsschuld um 329 Millionen £ vermehrt, der Staatskasse aber nur 217 Millionen £ eingebracht.

Seit 1890 sind auch das Reich und Preußen zur Unterpariemission geschritten. Bis 1901 hat das Reich aus Emission von 1340 Millionen Mk. 3 % Reichsanleihe nur 1164430000 Mk. erlöst, und Preußen bis Januar 1902 aus 945 Millionen Mk. Anleihe nur 815802000 Mk. [3]).

Die Gewohnheit der starken Unterpariemission hat den Vorzug, wegen Gewinnchancen und der Unmöglichkeit einer Konversion den Handel in Renten zu beleben und ihren Realzins etwas zu ermäßigen. Der Staat erhält also einen relativ besseren Kurs für seine Anleihen, als wenn er sie zu pari emittierte. Bei den französischen Anleihen von 1854, 1855

---

[1]) Die Schaffung dieses Fonds ist daraus zu erklären, daß man den Emigranten bei ihrer Wiederkehr sowie den früheren Eigentümern von Nationalgütern ein ihrem früheren Einkommen aus Grund und Boden gleich hohes Mobiliareinkommen von 3 % zusichern wollte und daher den Nominalzins der Renten dem Kapitalzins aus Grund und Boden assimilierte. (Nach Paul Leroy Beaulieu.)

[2]) Paul Leroy Beaulieu, Finanzwissenschaft Bd. II, S. 336.

[3]) Für die in jüngster Zeit (10. April 1905) ausgegebenen 300 Millionen Mk. hat das Reich wieder den 3½ % Typus mit Pariemission (100,50 Übernahmepreis, 101,20 Subskriptionspreis) angenommen und den Markt der 3 % Reichsanleihe geschont.

und 1859 z. B. war den Subskribenten die Wahl gelassen zwischen dem 4½ % Typus zu 92, d. h. 4,89 % Verzinsung und dem 3 %igen zu 65, d. h. 4,61 % Verzinsung, und in allen 3 Fällen blieb die Forderung nach 4½ % Renten trotz des Rentabilitätsvorzuges von 0,28 % weit hinter der nach 3 %igen zurück[1]). Die niedrig verzinslichen Papiere aber pflegen wegen der Kurschancen die Spekulationstätigkeit auf sich zu konzentrieren, sind größeren Kursschwankungen unterworfen und meist weniger gut klassiert, als die zu zirka pari aufgenommenen Anleihen. Dies zeigt sich vornehmlich in Zeiten steigenden Zinsfußes, in denen der niedrig verzinsliche Typus am meisten vernachlässigt ist[2]) und daher auch am meisten an Boden verliert. Bei Sinken des Zinsfußes (das im 19. Jahrhundert allgemein war) konnten die Staaten, die ihre Anleihen zu pari aufgenommen hatten, konvertieren und die Last des Schuldendienstes um ein Beträchtliches verringern. Bei früherer Unterpariemission dagegen stiegen ihre Titres im Kurse. Schuldreduktionen (Amortisationen und Konversionen) waren also in die Ferne gerückt und erschwert; z. B. die klugerweise zu höherem Nominalzins aufgenommenen französischen Kriegsanleihen von 1871 und 1872 konnten allmählich von 5 in 4½, 3½ und 3 %ige konvertiert werden. Die Vereinigten Staaten von Amerika konnten ihre hochverzinslichen Anleihen allmählich in niedrig verzinsliche Anleihen konvertieren. So machte der Staat dauernd große Ersparnisse; bei Unterpariemission aber immer nur für längere oder kürzere Zeit, die sich nach dem allgemeinen Sinken des Zinsfußes bemißt.

Wenn nun aber der Staat die relativ günstigeren Kreditbedingungen durch Unterpariemission ausnützte und die Titres unter pari am Markte zwecks Tilgung zurückkaufte? Auch

---

[1]) Paul Leroy Beaulieu, Bd. II, S. 604.

[2]) In den Jahren 1898—1900 hat Sachsen, das am 3 % Typus festhielt, mit seinen Emissionen sehr schlimme Erfahrungen gemacht. Einen besonders drastischen Fall erwähnt der württembergische Finanzminister im Abgeordnetenhause 1903: Ein 1896 emittiertes Anlehen von Württemberg sei gar nicht unter das Publikum gekommen, sondern liege jetzt noch nahezu ganz in den Banken.

hier scheint mir vom finanziellen Gesichtspunkte aus der Staat sein Interesse nur dann wahren zu können, wenn er ähnlich wie in England durch Annuitätentilgung mit einem Schlage große Rentensummen dem Markte zu den billigen Unterparikursen entnimmt, worauf die Kurse sich bessern.

Die Pariemissionen verdienen daher aus mehr als einem Grunde den Vorzug. Die oft gehörte Ansicht, sie seien beim Volke nicht so sehr beliebt, wird durch die Erfahrungen nicht bestätigt. Auch der Einwand, durch die jeweiligen Pariemissionen könnten neue Typen entstehen, ist nicht stichhaltig. Unseres Erachtens zutreffend sagt Paul Leroy Beaulieu: „Die Verschiedenheit der Staatsschulden hat nichts zu sagen, wenn sie aus der verschiedenen Zinsfußhöhe verschiedener Zeiten herrührt. Die absolute Einheit der Staatsschuld ist weit entfernt, ein beachtenswertes Prinzip zu bilden.“ Sinkt der Zinsfuß, so kann durch Konversionsoperationen eine allmähliche Unifizierung der verschieden verzinslichen Typen angebahnt werden.

Die starke Unterpariemission im Reiche und in Preußen ist auch heute noch keineswegs durch den Kursstand unserer 3 % Anleihen gerechtfertigt. Betrachten wir Zeit und Gründe des Überganges zum niedrig verzinslichen Typus! Dieser wurde merkwürdigerweise in einer Zeit sehr hohen Zinsfußes und deutlicher Krisenerscheinungen ins Leben gerufen und, was noch seltsamer ist, deshalb, weil der Absatz für den höher verzinslichen 3½ % Typus stockte. Dessen Verkäuflichkeit war durch einen dauernden Kursrückgang von 106 im Jahre 1889 auf 99,40 Anfang Oktober 1890 direkt in Frage gestellt. Das Übernahmekonsortium erklärte sich daher außer stande [1]), irgend einen anderen Typus als 3 % Anleihen zu übernehmen. Die Regierung konnte mit ihrem Geldbedarf nicht länger warten, und in dieser Zwangslage hat sie einer Schatzscheinemission diejenige 3 % Werte vorgezogen, um damit den Versuch zu machen, wie ein derartiges Papier aufgenommen wird. Der Einwand, daß vom fiskalischen Standpunkt aus der damals für die 3 % Anleihen erhaltene Kurs einen Gewinn von ca. 4 % bedeutet habe, ist nicht stichhaltig. Für die Regierung dürfen

[1]) Reichstagsverhandlungen, 16. Dezember 1890.

in solchen Fragen nicht Augenblicksvorteile maßgebend sein. Recht oberflächlich war aber die Meinung, man müsse zur Erweiterung des Marktes und dem internationalen Handel zuliebe den Nominalzins unserer Anleihen dem der französischen anpassen.

Überblickt man, nachdem die einzelnen Emissionen im Rahmen der gestellten Aufgabe durchgenommen worden sind, die Schuldbewegung der Periode von 1890—1901 im ganzen, so ergibt sich für Reich und Preußen folgendes: Nach Berichten der Staatsschuldenkommission wurden 1444,8 Millionen Mk. Konsols und Reichsanleihen auf dem Wege freihändiger Begebung an der Börse veräußert oder gegen Eisenbahnpapiere umgetauscht, oder endlich an öffentliche Anstalten verabfolgt. In derselben Zeit ist weiterhin die Preußische und Reichsschuld um 2114 Millionen Mk. durch Emissionen vermehrt worden. In Frankreich sind von 1890—1901 nur zwei Anleihen von zusammen 1134 Millionen Fs. kontrahiert, anderseits aber fast $1^1/_2$ Milliarden Fs. Staatsrente durch die Depositenkasse dem Markte entnommen worden. Gerade in dieser Zeit ist die bedeutende Hausse der Rente erfolgt!

Über englische Staatsanleihen ist hier nichts weiter zu sagen. Von 1856—1901 hat die Regierung bekanntlich keine Konsolanleihe mehr aufgenommen; die während des südafrikanischen Krieges herausgebrachten Anleihen sind im Anhang behandelt. Die Regierung hat es verstanden, für vorübergehenden Geldbedarf sich mit Schatzscheinen zu behelfen und hat somit den fundierten Staatskredit 45 Jahre lang geschont. Seine Elastizität dehnte sich gewaltig aus, und infolgedessen erhöhte sich die in Form von Anleihemitteln verfügbare Kriegsreserve. Obendrein wurde die Nationalschuld enorm vermindert, und dementsprechend hob sich der Staatskredit.

Hier haben wir in der Tat einen der Hauptgründe des verschieden hohen Kursstandes der englischen, französischen und deutschen Staatsfonds. Bis jetzt hat man bei uns nicht verstanden, durch eine entsprechende Besteuerung den Staatskredit, die große Reserve des Landes, zu schonen, sondern man hat fortwährend und recht systemlos geborgt. Das ist natürlich bequemer und macht eine Regierung populär. In den

Jahren 1876—1896, also in voller Friedenszeit, wurde jährlich durchschnittlich mehr als $^1/_{10}$ des Gesamtbedarfes des Reichs durch Anleihen aufgebracht[1]). Die Vorwegnahme der Kriegsreserve schon in wirtschaftlich günstigen Jahren ist durchaus verkehrt. Fortwährende Anleihen verschlechtern den Staatskredit, die Kreditreserve aber hebt ihn. In Kriegszeiten, in denen in kürzester Zeit riesige Kapitalien dem Staate zur Verfügung stehen müssen, ist seine ausgiebige Verwendung weit bedeutungsvoller, als Neueinführung und Erhöhung von Steuern, die gerade dann nur langsam und ungenügend Mehrerträge liefern. Treffend sagt Paul Leroy Beaulieu[2]): „Es sollte allgemein gebräuchlich sein, daß eine Anleihe eine der Maßregeln ist, zu denen man nur dann seine Zuflucht nimmt, wenn man sich an die Steuer gewandt hat. Ein energisches und vorsichtiges Volk schuldet sich und seinen Nachkommen, die Zukunft nicht endlos zu belasten."

III. In den Emissionsbedingungen und der Reduktion der gezeichneten Summen mit besonderer Rücksicht auf die Klassierung sind in Frankreich die Einrichtungen grundverschieden von den unsrigen. Wir erinnern uns, daß dort der Staat gerade die Spekulation bei der Subskription in Bewegung setzen will, um wahre Nationalanleihen zu erzielen, bei uns aber möglichst seriöse Zeichnungen durch den ganzen Emissionsmodus beabsichtigt. Es ist daher anzunehmen, daß auch die Emissionsbedingungen bei dem letzten Akte der Anleihe, nämlich bei der Zuteilung, den Charakter dieser Politik tragen. Die im Interesse des Staatskredites gehandhabten Mittel sind nur kleine Mittel, die in Kriegszeiten oder sonst kritischen Zeiten leicht versagen. Die Frage der Emissionsbedingungen und Reduktion der gezeichneten Summen kann losgelöst von der historischen Darstellung der Emissionen in ihrer prinzipiellen Bedeutung für die einzelnen Länder behandelt werden. Denn die Mittel sind für die meisten Emissionen wesensähnlich; wo für das Gelingen der Emissionen aber die Subskriptions- und Zuteilungsbedingungen von tiefergreifendem Einfluß sind, wird im einzelnen speziell darauf verwiesen.

[1]) Berechnet nach Jacob, Theorie der Staatsanleihen.
[2]) Finanzwissenschaft, S. 262.

In Frankreich wie in Deutschland sind die Überzeichnungen von Anleihen zeitweise phantastisch; z. B. wurden unsere Anleihen von 1899, 1901, 1902 und 1903 22-, 15½-, 44- und 47fach gezeichnet. Oder z. B. auf die französische 3½ Milliardenanleihe von 1872 wurden 43,8 Milliarden Fs. subskribiert. Die Milliardenanleihe von 1881 wurde 15fach, die von 1886 21fach und die von 1901 gar 24fach gezeichnet. Überzeichnungen beweisen nichts für den dauernden Erfolg der Subskription. Im Gegenteil! Man kann Léon Say beistimmen, der einmal sagte, daß eine Anleihe umsoweniger klassiert sei, je mehr sie überzeichnet werde.

1. Zeichnung und Zahlung der gezeichneten Summen.

In welcher Weise fordert der französische Staat die Zahlung der subskribierten Summe ein? Die erste Einzahlung ist bisweilen sehr niedrig gewesen, da die Regierung glaubt, daß eine Anleihe umsomehr gezeichnet werde, als die erste Einzahlung unbedeutend sei. Wenn der Staat eine höhere Quote, z. B. den 4. oder 5. Teil der bezahlten Summen in bar einfordert, pflegt erfahrungsgemäß die Aufrichtigkeit der Zeichnungen zu wachsen. Allerdings werden dadurch, daß die erste Einzahlung von der gezeichneten Summe verlangt wird, für die Barkaution oft enorme Kapitalien mehrere Tage dem Geldmarkte entnommen, so daß der Wechselzins sich vorübergehend versteifen kann. Bei der 750 Millionen Fs. Anleihe von 1855 wurden sofort 10 % der subskribierten Summen in bar hinterlegt, bei der 3½ Milliardenanleihe von 1872 14,50 Fs., d. h. 17,17 % in bar, 1864 und 1870 10 % in bar, 1891 15 % in bar oder Sparkassenbüchern, 1886 und 1901 15 % in bar oder Schatzscheinen. Die Inhaber von Schatzscheinen haben besonderes Interesse, mit ihren Fonds Renten zu zeichnen, wenn die neu zu emittierende Anleihe im voraus Agio hat. Die Schatzscheine, welche spätestens nach einem Jahr fällig waren, wurden z. B. am 10. Mai 1886 mit 2 % Diskonto denen zurückgezahlt, die mit diesen Summen Renten zeichneten. 1881 wurde ⅕ in bar oder durch Rentenhinterlegung eingefordert; die Regierung ließ also ohne Geld zeichnen. Während dem Volke und seriösen Kapitalisten Barzahlungen eher möglich sind, ist

den Konzertzeichnern Effektenhinterlegung für ihre enormen Subskriptionen eine große Erleichterung; denn Barzahlung so bedeutender Summen ist für sie mit Schwierigkeiten verknüpft. Bei der 340 Millionen Fs. Anleihe von 1884 waren nur noch 8 % in bar gefordert worden. Diese Anleihe zeigt deutlich das Streben, seriöse Zeichner vor Konzertzeichnern zu bevorzugen: Wer nämlich bei der Subskription den gesamten Zeichnungsbetrag sofort in bar bezahlt, wird bei eventueller Überzeichnung voll befriedigt, ausgenommen bei etwaiger Überzeichnung schon durch die Barzahler selbst. Es ist wohl möglich, den wirklich gewünschten Betrag vielleicht doppelt und dreifach in bar zu zahlen, nicht aber etwa den 30fachen und noch höheren Betrag der gewünschten Summen. Die Wirkung dieser Bestimmungen blieb nicht aus: Die Spekulation konnte zwar nicht ferngehalten, aber doch eingeschränkt werden. Von den eingezahlten 566 125 000 Fs. oder 8 % der gezeichneten Summen, herrührend von 93 320 Subskribenten, entfielen auf die Zeichnungen bis 90 Fs. Rente, d. h. in der Hauptsache seriöse Zeichnungen 85 259 Subskriptionen mit 53 196 785 Fs. Kapital, auf die über 90 Fs. Rente 10 061 mit 512 928 557 Fs. Kapital, also 10⅓ resp. 89⅔ % [1]). Trotz des damals infolge der Defizitwirtschaft erschütterten Staatskredites hat sich also das Publikum ziemlich rege beteiligt. Viel geringer war z. B. 1881 der Anteil der seriösen Zeichner. Trotzdem wir hier mit Sydow annehmen, daß die Zeichnungen bis 300 Fs. Rente oder 10 000 Fs. Kapital, was schon hoch gegriffen ist, von seriösen, die höheren Subskriptionssummen aber von Konzertzeichnern herrühren, entfielen auf dieser Basis berechnet auf 86,15 % der Subskriptionen nur 1,14 % des gezeichneten Gesamtkapitals, auf 13,85 % aber 98,86 % der gezeichneten Summen. Die Anleihe von 1881 war also vollständig in die Hände der Spekulanten übergegangen. Mitte 1882 war sie immer noch nicht klassiert.

Die Verteilung der Resteinzahlungen auf eine ganze Anzahl kleiner Raten [2]) ist dem Geschmacke und der Sparkraft des

[1]) Sydow, S. 174.

[2]) Gewöhnlich sind die Ratenzahlungen in bar zu leisten, aber z. B. 1871 bei der Kriegsanleihe hat die Regierung auch Noten der Preußischen

Publikums angepaßt. Diese Abzahlungsmöglichkeit ist für den Geldmarkt insofern wichtig, als ihm die manchmal sehr hohen Anleihesummen nicht plötzlich entzogen werden; die Zahlung der zugeteilten Summen geschieht erst allmählich im Laufe der Monate, manchmal in 1—2 Jahren. Dabei rückt aber die Möglichkeit nahe, daß im Verlaufe dieser Zeit große Störungen am Geldmarkte eintreten können, welche der Staat durch Entziehen von Kapitalien noch vergrößert. Ja es kann sogar das pünktliche Eingehen von Ratenzahlungen überhaupt in Frage gestellt werden[1]). Nicht selten müssen für die Abschlagszahlungen die ursprünglichen Zeichner Darlehen aufnehmen, so daß momentane Geldspannungen entstehen können.

Wie ausgedehnt die Ratenzahlungen in Frankreich oft waren, zeigen folgende Beispiele: 1854 waren sie auf 20 Termine verteilt, 1855 und 1859 auf 18, 1864 auf 10, 1870 auf 8, 1872 auf 20 monatliche Raten, 1881 auf 4 Raten, die auf 9 Monate sich erstreckten; 1886 3 vierteljährliche Abzahlungen. Dieses System, das 1872 bis auf Monatszahlungen von 3,50 Fs. pro 100 Fs. zugeteilter Staatsrente ausgedehnt wurde, ist sehr wichtig für das französische Schuldenwesen geworden. Es hat die Sparkräfte des Landes entwickelt und ungeheure Kapitalien einseitig Staatszwecken dienstbar gemacht. Das Volk eskomptiert seine Haushaltsüberschüsse viel zu hoch, rechnet sich im voraus möglichst viel Ersparnisse aus und schränkt sich in seinen Ausgaben ein. Das Gewerbe mußte schon direkt unter diesem Aufsaugen des Kapitales durch den Staat leiden; neue Privatunternehmungen und Aktiengesellschaften waren zeitweise fast unmöglich. Paul Leroy Beaulieu erzählt von einem Pariser Kleinhändler, der ihm sagte, daß der Absatz wegen der günstigen Zahlungsbedingungen auf Rente so schlecht sei. Beträge, wie sie für Rentenzahlungen zeitweise genügen, können höchstens in Sparkassen angelegt werden; andere Verwendung ist fast unmöglich. Eine ganz falsche Theorie wäre, eine derartige Entwicklung des Sparsinnes vom volkswirtschaftlichen

---

Bank, der Bank von England, der Bank der Niederlande, der Nationalbank von Belgien und sogar gute Dreimonatswechsel angenommen.

[1]) Man vergleiche hiezu die Darstellung der Anleihe von 1881 auf S. 197 u. ff.

Standpunkte aus gut zu heißen. Die Staatsanleihen waren allerdings der Impuls zur Entwicklung des Sparsinnes, weil sie früher fast die einzigen bequemen und sicheren Anlagen waren. Aber jetzt, nachdem der Kredit sich allenthalben mächtig entwickelt hat in seinen mannigfaltigen Formen, ist es volkswirtschaftlich weit eher wünschenswert, die Kapitalien in Unternehmungen wandern zu sehen [1]).

Durch besondere Bestimmungen über das Abzahlungsgeschäft hat der französische Staat bei seinen neueren Anleihen die Klassierung zu fördern gesucht. Um nämlich zu verhindern, daß die Leute alte Rente verkaufen und mit dem Erlös auf die billigere neue zeichnen und den Markt der alten Renten mit neuem Material belasten, hat der Staat (z. B. bei den Anleihen von 1886, 1891 und 1901) bestimmt, daß die Resteinzahlungen erst nach und nach beglichen werden dürfen. Unmittelbare Liberation war also nicht erlaubt. Bei den Anleihen vom 10. Mai 1886 war antizipierte Liberation erst vom 1. Oktober 1886 ab möglich; die Einzahlungsraten erstreckten sich bis 1. Januar 1887. Die Bedingungen der antizipierten Vollzahlung wurden aber erst später bekannt gegeben. Der Minister behielt sich ferner das Recht vor, eventuell schon vor diesem Termine Vollzahlung zuzulassen. Diese Bestimmungen kommen den Spekulanten sehr ungelegen, denn das Fortschleppen von Engagements viele Monate hindurch schreckt sie ab, zumal sie nicht wissen können, wie groß die Zuteilungen auf ihre Zeichnungen sein und wie die Zins- und Geldmarktverhältnisse sich gestalten werden. Wenn sie das Vielfache des gewünschten Betrages in Bargeld einzahlen müssen, weichen die Spekulanten eher zurück, ihre laufenden Engagements zu lösen, da die Gewinnchancen zu gering, die Verlustchancen aber zu groß sind.

Bei uns fordert der Staat fast ausnahmslos nur 5 % Kaution vom gezeichneten Nominalkapital in bar oder in Effekten,

[1]) Wir können daher auch Delbrück nicht beistimmen, wenn er sagt, der starke Staatsfondsbesitz des französischen Volkes beruhe auf einer größeren Schulung des Publikums. Der wahre Grund war vielmehr die bedenkliche systematische Heranziehung des kleinen Rentiers durch den Staat mittels der vielerlei hinlänglich bekannten Bevorzugungen.

welche die Subskriptionsstelle für zulässig ansieht. Häufig begnügen sich die Zeichnungsstellen mit dem Rechte der Einforderung einer solchen, und daher wird meist ohne Geld subskribiert. In diesem Punkte ist also der Spekulation bei uns weniger Hindernis in den Weg gelegt als in Frankreich. Die erste Einzahlung erfolgt bei deutschen Staatsanleihen schon als Ratenzahlung auf die endgiltig zugeteilte, nicht aber wie in Frankreich auf Grund der gezeichneten Summe. Dort ist ferner Ratenzahlung auf alle zugeteilten Beträge gestattet, bei Reichsanleihen und Konsols früher erst von 10000 Mk. Mindestzuteilung an (z. B. 1887, 1890 und 1891) bei den Anleihen von 1892, 1901, 1902 und 1903 von 5000 Mk. an, und endlich bei denen von 1892, 1893, 1894 und 1899 von 3000 Mk. ab. Die übrigen Bundesstaaten lassen in der Mehrzahl Zuteilungen bis 10000 Mk. ungeteilt ordnen. Bei uns ziehen also gerade kapitalkräftigere Leute aus den Ratenzahlungen Nutzen. Denn erst von höheren Beträgen an tritt eine Staffelung von meist 3 oder 4 Ratenzahlungen ein, die jedoch selten über einen längeren Zeitraum sich erstrecken [1]). Die Spekulanten brauchen nicht lange Zeit hindurch ihre Engagements fortzuschleppen, können auf Kredit zeichnen oder durch Vollzahlung sich liberieren und sich das nötige Geld durch Lombardierung verschaffen. Auch hierin also nicht jene weite Rücksichtnahme auf die kleinen Zeichner wie in Frankreich.

Die Überzeichnung der Anleihen wird bei uns gewöhnlich wie in Frankreich zunächst durch die lebhafte Anteilnahme von Banken und Spekulation herbeigeführt. Gerade in neuester Zeit vermehrt sich diese Art der Subskriptionen so ungeheuer, daß sie oft kaum mehr hinter den französischen Spekulations-

---

[1]) Besondere Bestimmungen bestehen für Nichteinhaltung der Termineinzahlungen: Wird nämlich die Abnahme am Fälligkeitstermine versäumt, so kann dieselbe nach Verlauf einer achttägigen Frist unter Zahlung einer Konventionalstrafe von 5% des fälligen Einzahlungsbetrages erfolgen. Auch in Frankreich bestehen Strafbestimmungen, z. B. nach dem Anleihegesetz von 1881 tritt 10 Tage (1886 14 Tage) nach dem Fälligkeitstermine eine Zahlung von 5% Verzugszinsen ein; außerdem kann der Minister einem säumigen Zahler alle seine Rechte nehmen.

zeichnungen zurückstehen und ihre Unterscheidung von ernsthaft gemeinten Subskriptionen oft nahezu unmöglich wird. Vornehmlich in Berlin melden die Großbanken, die teilweise als Zeichnungsstellen fungieren und daher den Subskriptionsandrang besser kennen, ganz horrende Beträge an; z. B. für die 290 Millionen Mk. Anleihe von 1903 hat eine Berliner Bank 2800 Millionen Mk. für die von ihr euphemistisch „eingelaufene Zeichnungen" genannten Konzertsubskriptionen begehrt. Die Banken sind bei Vervielfältigung der bei ihnen gezeichneten Anleihebeträge von zwei Gedanken geleitet: Sie wollen mit möglichst hohen Subskriptionsbeträgen vor Publikum und Konkurrenzbanken prangen und andererseits für ihre Kundschaft einen möglichst hohen Prozentsatz der gezeichneten Summen herausschlagen. Durchaus nicht vereinzelt ist der Fall, daß Kapitalisten in der Provinz bei ihren Bankiers zeichnen, und, um möglichst ihren Anlagebedarf zu erhalten, das Vielfache davon subskribieren. Der betreffende Bankier vervielfacht ebenfalls, um die Kunden möglichst zu befriedigen, die bei ihm eingelaufenen Zeichnungen und gibt sie an die Großbanken und Zeichnungsstellen weiter. Diese wollen ihre Geschäftsfreunde in der Provinz, d. h. die Kleinbanken, möglichst berücksichtigen und mit riesigen Zeichnungsbeträgen vor Konkurrenzbanken hervortreten, wenn sie die zuweilen phantastisch zum dritten Male vervielfältigten Beträge anmelden. So ist es oft fast unmöglich, gerade bei Bestehen zahlreicher Zeichnungsstellen den wirklichen Anlagebegehr und Konzertzeichnungen, d. h. Weizen von Spreu zu scheiden.

2. Reduktion der gezeichneten Summen

Durch die Art der Reduktion sucht man die ernsthaften Zeichner zu bevorzugen. Die subskribierten Beträge werden bei uns nach Ermessen der Zeichnungsstellen zugeteilt. Nach dem bisher Gesagten ist nicht zu verwundern, daß die einen Zeichner mit einem viel höheren Betrage, als sie ursprünglich überhaupt wünschten, abgefunden, andere wiederum, und gerade kleine Leute, ungenügend befriedigt werden. Erstere verkaufen nun gewöhnlich sofort den Überschuß über die gewünschte Summe; durch die Benachteiligung letzterer aber werden die

aus kleinen Leuten sich rekrutierenden Subskribentenschichten für spätere Anleihen gelichtet. Im Prinzipe bietet zwar die Zuteilung nach Ermessen eine Möglichkeit dafür, daß ein größerer Prozentsatz der Anleihen in die Hände seriöser Zeichner übergeht, da die Banken ihre Kundschaft kennen und sich dementsprechend bei der Zuteilung verhalten. Aber gerade in neuester Zeit hat sich die konkrete Behandlung der Zuteilungen immer mehr von der wünschenswerten, nämlich der Bevorzugung kleiner Zeichner, entfernt. Oft macht daher diese Art der Zuteilung Unzufriedene; jeder glaubt gegen seinen Nachbar zurückgesetzt zu sein; daher entstehen häufig Streitigkeiten nach der Emission; so besonders 1891, 1893, 1901, 1902 und 1903. Wir kommen hier wieder in Berührung mit unseren früheren Ausführungen über das Sinken der Kurse nach der Emission. Eine rasche Klassierungsmöglichkeit auf Grund eines wirksamen Scheidungsprozesses in seriöse und spekulative Zeichnungen würde, da bei uns keine Spekulation und keine verlaßbare Interventionsstelle die Kurse nach der Emission reguliert, eine solche nicht als unbedingt erforderlich erscheinen lassen. Man könnte somit das Sinken der Kurse nach den Emissionen durch Beseitigung der Ursachen verhüten.

Untersuchen wir zunächst, ob eine wirksame Scheidung überhaupt möglich ist. Das Interesse der Banken deckt sich in diesem letzten Akte der Emission nicht mit dem des Staates. Die Zeichenstellen haben nicht einmal finanzielles Interesse an guter Klassierung der Staatsfonds. Leute, die mit den Provinzbanken in dauerndem Geschäftsverkehr stehen, werden häufig in der Zuteilung bevorzugt, seien sie Konzert- oder Anlagezeichner. Kleine Leute dagegen werden für den dauernden Anlagebedarf mit den stets vorrätigen Pfandbriefen versorgt.

Wie verfährt die französische Finanzverwaltung bei Zuteilung der subskribierten Summen? Diese werden allgemein pro rata der Zeichnungen reduziert, kleine Subskriptionen aber bis zu einem bestimmten Minimum für nicht reduzierbar erklärt, da angenommen wird, daß sie von seriösen Zeichnern herrühren. Wenn z. B. 1881 6,0319 %, 1890 5,875 %, 1901 3,919 % des gezeichneten Kapitals zugeteilt wurden, so war damit jede Willkür in der Repartition und Unzufriedenheit aus-

geschlossen. Die Zahl der nicht reduzierbaren Zeichnungen hat in Frankreich stetig zugenommen, ein Beweis zugleich für das Eindringen der Renten im Volke: 1854 bei der Emission von 250 Millionen Fs. waren die Zeichnungen bis 50 Fs. Rente und darunter nicht reduzierbar. Subskriptionen dieser Art waren es 60142 (im ganzen 99224) mit 48,8 Millionen Fs. Zeichnungskapital. 1855 bei der 750 Millionen Fs. Anleihe wurden die Zeichnungen bis 50 Fs. Rente begünstigt, und von den 316976 Subskriptionen waren 223262 nicht reduzierbar. 1859 forderte der Staat 520 Millionen Fs. und berücksichtigte Zeichnungen bis 10 Fs. Rente voll; von 690230 Zeichnern wurden 530893 begünstigt. 1864 wurden nur noch die Zeichnungen bis 6 Fs. Rente privilegiert. Bei der 1868 erfolgten Anleihe von 450 Millionen Fs. wurden an bevorzugten Zeichnern — diesmal war die Grenze auf 5 Fs. Rente herabgesetzt worden — 672093 mit einem Zeichnungskapital von 77½ Millionen Fs. gezählt[1]). 1870 wurden 804½ Millionen Fs. zur Beschaffung der Mittel der Kriegführung emittiert, und auch hier zeigte sich das große Vertrauen der Kapitalisten in den Staat, und ihre vielen kleinen Zeichnungen bewiesen, daß sie und nicht die Spekulation die Anleihe aufzunehmen gewillt waren[1]).

Volle Berücksichtigung kleiner Subskriptionen bis zu einem gewissen Betrage ist bei uns gewöhnlich nicht in den Anleihegesetzen vorgesehen. Wenn auch die Reichsbank nach einheitlichem Plane zu Gunsten kleiner Zeichnungen vorgeht, kann sie doch in vielen Fällen dieselben nach ihrem Zwecke nicht richtig beurteilen; auch ein Zusammengehen mit den übrigen Zeichnungsstellen scheint zu fehlen; z. B. bei der Anleihe vom Oktober 1890 hat die Reichsbank Zeichnungen bis 12000 Mk. voll zugeteilt, Frankfurter Zeichnungsstellen auf die ca. 2½fach gezeichnete Reichsanleihe zwischen 40 und 50 %, auf die ca. 1½fach subskribierte Konsolanleihe zwischen 60 und 70 %. Oder im Jahre 1901 hat die Reichsbank 6 % der Anmeldungen zugeteilt und Zeichnungen bis 2000 Mk. möglichst voll berück-

---

[1]) Sydow a. a. O. und Paul Leroy Beaulieu, Finanzwissenschaft.

sichtigt. Die 100 Millionen Mk. Anleihe von 1887 war 7fach gezeichnet worden und der Anleihebetrag wurde an die Subskriptionsstellen pro rata ihrer Gesamtanmeldungen verteilt. Die Zeichenstellen konnten dann ihrerseits nach Belieben ihre Subskribenten befriedigen. Rothschild z. B. hat 10—15 % zugeteilt; die Reichsbank bis 2000 Mk. voll; von 2000—10 000 Mk. 50 %; von 10 000—30 000 Mk. 25 %, Minimum 5000 Mk., von 30 000—500 000 Mk. 10 %, Minimum 7500 Mk., von mehr als 500 000 Mk. 9 %, Minimum 50 000 Mk. Staatliche Bestimmungen über Minimalzuteilungen existierten z. B. bei den Anleihen vom Februar 1890, ferner von 1891 (öffentliche Subskription) und von 1892 (öffentliche Subskription). Bei letzterer Anleihe wurden die Ratenzahlungen von Februar bis Ende September 1892 ausgedehnt und Subskriptionen bis 5000 Mk. für Reichsanleihen und bis 6000 Mk. für Konsols voll berücksichtigt. Die Anleihe klassierte sich rasch. Fast zu hoch war im Februar 1890 [1]) die Summe von 10 000 Mk., bis zu welcher Zeichnungen nicht reduzierbar waren. Sehr gering dagegen die Summe von 200 Mk. im Jahre 1891, die der Staat als Minimalzuteilung festsetzte.

Von den Prinzipien, die innerhalb der Banken bei der Minimalzuteilung und Scheidung in seriöse und spekulative Subskribenten maßgebend sind, wissen wir nichts Spezielles. Allgemeine Beobachtungen sind bereits mitgeteilt worden. Jedenfalls ist zu bezweifeln, daß die Banken sich vom Staate etwaige Vorschriften nach dieser Richtung machen lassen.

Man kann also weder auf die eine noch auf die andere Art eine rationelle Scheidung vornehmen und muß sich daher mit vorzugsweiser Behandlung einzelner Subskribentenschichten begnügen. Durch Begünstigung der Subskriptionen von Berufsgenossenschaften, Sparkassen, Versicherungsgesellschaften, wie z. B. bei den Emissionen von 1892 und 1893, ist nur für einen ganz kleinen Teil der seriösen Zeichner gesorgt. Für einen größeren Teil, wenn Zeichner, die sich zu sofortiger Eintragung ins Schuldbuch verstehen, bevorzugt werden; so bei den Anleihen von 1901 und 1903. Bei erheblichen Vergünstigungen

[1]) Frankfurter Zeitung, 9. Februar 1890.

in der Zuteilung wäre wohl denkbar, daß auch die Spekulation zu dieser Art der Subskription übergeht. Dem könnte man übrigens leicht mit Sperrverpflichtung entgegentreten [1]). Auch schon allgemein wurde für unsere Staatsanleihen, um den unliebsamen Auswüchsen bei den Subskriptionen abzuhelfen, eine Sperrpflicht unter Hinterlegung der zugeteilten Stücke vorgeschlagen. Wer sich zu einer solchen versteht, soll bevorzugt werden. Eine Anzahl von Banken geht auf diesem Wege vor; aber eine große Menge seriöser Kapitalisten können aus irgend welchen privaten Gründen auf eine Sperrverpflichtung nicht eingehen.

Man sieht: Absolut wirksame Rezepte für erfolgreiche Ausschaltung der Spekulation kann man nicht ausfindig machen. Auch das französische Staatsschuldenwesen gibt uns kein nachahmenswertes Vorbild an die Hand.

Vor der endgiltigen Beurteilung der zwei Emissionsmodi veranschaulichen wir noch, wie in einer deutschen Anleihe die Nachahmung der französischen Emissionstechnik sich geäußert hat. Dazu stellen wir der deutschen Anleihe von 1891 die fast gleichzeitig in Paris emittierte Rentenanleihe gegenüber.

Am 10. Januar 1891 wurden in Paris 869,48 Millionen Fs. 3% Rente zum Kurse von 92,55 zur öffentlichen Subskription aufgelegt. Vor derselben war die alte Rente von 94,69 auf 95,50 getrieben worden. Als erste Einzahlung wurde nur Bargeld oder Hinterlegung von Sparkassenbüchern angenommen. Die Regierung ließ also Effektenhinterlegung nicht zu, zum Mißvergnügen der Spekulanten wie auch der Banken, die vor Jahresschluß zum Sylvesteraufputz der Bilanz starken Geldbedarf hatten. Nun schränkten sie ihre Reportgeschäfte ein, um Geld für die Emission bereit zu haben. Die Reportsätze

[1]) Für die 300 Millionen-Anleihe vom 10. April 1905 z. B. war der Zeichnungspreis 101,20; für die jedoch, welche die zugeteilten Beträge ins Reichsschuldbuch mit einer Sperre bis 15. Oktober 1905 eintragen ließen, stellte er sich nur auf 101.10. Mit Sperrverpflichtung und Schuldbucheintragung wurden 145 Millionen Mk. gezeichnet und diese voll zugeteilt. Durch die Immobilisierung dieser bedeutenden Anleihebeträge war eine raschere Klassierung ziemlich sicher. Eine längere Sperrverpflichtung kann jedoch für das gebundene Kapital mit Kursverlusten (bei spekulativem Treiben am offenen Markte) verknüpft sein.

sind darauf bis zu 10% und noch mehr gestiegen. Die nunmehr erfolgte Engagementsreduzierung hat für die neue Emission genügend neue Kapitalien herangezogen. In 3% alten und neuen Renten wurden, wie gesagt, die Reportsätze künstlich niedrig gehalten; in 3% amortissabler Rente waren sie gleichzeitig sehr teuer. Die erste Einzahlung war wider Erwarten hoch, nämlich 15%. Es stand eine Geldknappheit in Aussicht, da der ca. 3 Fs. unter dem Tageskurs fixierte Subskriptionspreis das Spekulationsinteresse mächtig in Bewegung setzte. Insgesamt wurden 15,6 Milliarden[1]) Fs. gezeichnet und dem Geldmarkte also durch die erste Einzahlung 2349 Millionen Fs. entzogen. Nichtsdestoweniger ging die ganze Emission ohne nennenswerten Einfluß auf die Zinssätze vorüber, dank der Vermittlungstätigkeit der Banque de France. Diese hat den Gegenwert der ihr zum Zwecke der Subskription stärker zugeflossenen Diskonten[2]) und zur Lombardierung übergebenen Effekten nicht in bar ausbezahlt, sondern die Beträge direkt von Privatkonten auf das Staatskonto übertragen. So wurde eine starke Vermehrung der Notenzirkulation verhütet. Die nicht durch die Vermittlung der Banque de France geleisteten Einzahlungen waren nicht so bedeutend, um auf die

[1]) Nachfolgende Tabelle zeigt die Beschlagnahmung der Anleihe durch die Spekulation:

	Zahl der Subskribenten	Subskribierte Rente	I. Einzahlung (Kap.)
Paris	36 608	414 186 917	2 070 934 585
Departements .	222 319	45 592 708	227 963 540
Algier	1 133	10 080 665	50 403 450
	260 060	469 860 290	2 349 301 575

davon

3 Fs. Rente	165 160
10— 100	70 554
110— 500	15 297
510— 1 000	3 774
1 010— 10 000	4 619
10 010—100 000	576
über 100 000	110
	260 060.

[2]) Die Banque de France hat vom 6.—10. Januar 1891 674 Millionen Fs. Wechsel diskontiert und 1081 Millionen Fs. gegen Sicherheit ausgeliehen. Raffalovich, le marché financier.

überaus starke Geldzirkulation eine nennenswerte Wirkung auszuüben. Schon drei Tage nach der Subskription wurden 85 % aller Einzahlungen von 1500 Fs. und darüber zurückgegeben, worauf eine hochgradige Geldflüssigkeit entstand. Der Minister behielt sich das Recht vor, die vorzeitige Vollzahlung der Stücke zu gestatten. Minimal wurden 3 Fs. zu Gunsten der vielen seriösen Zeichner zugeteilt. Der Zuteilungskoeffizient war 5,875 %. Bis 23. April ist ein Kursrückgang von nur 55 Cent. gegen den Zeichnungspreis eingetreten. Die weitere Kursbewegung stand unter dem Drucke ungünstiger Geldmarktveränderungen.

Einen Monat später wurde bei uns eine weit kleinere Reichsanleihe und Konsolemission von 450 Millionen Mk. ebenfalls zur öffentlichen Subskription aufgelegt. Der Emissionskurs war nach französischem Vorbild ungewöhnlich niedrig angesetzt, nämlich 1½ Punkte unter Tageskurs. Auch die Ratenzahlungen waren nie so ausgedehnt. Sie erstreckten sich auf 6 monatliche Raten bis Anfang November. Bis dahin war also keine neue Emission zu erwarten und somit eine langsame Aufnahme der Anleihe durch das Kapitalistenpublikum vorauszusehen, zumal gegen die sonstige Gewohnheit auch für Beträge unter 10000 Mk. die Ratenzahlung gestattet war. Zinsen liefen vom 1. Oktober ab; bis dahin wurden für die Einzahlungen Stückzinsen vergütet. Die Einforderung der ersten Einzahlung in bar hätte die Spekulation etwas zurückgedrängt; der Verzicht hierauf hat sie zur Beteiligung ermuntert. Ebenso kam ihr gerade gelegen, daß man an jedem Einzahlungstermin Vollzahlung leisten konnte. Auch dies stand im Gegensatz zu den in Frankreich gemachten Erfahrungen, wo bei neuen Emissionen sofortige Liberierung nicht mehr gestattet wurde. Das Zeichnungsergebnis war glänzend: Konsols wurden 29½fach, Reichsanleihen ca. 46½fach gezeichnet[1]). Bei der Reichs-

[1]) Auf die 200 Millionen Mk. Reichsanleihe sind folgende Zeichnungen (nach der Frankfurter Zeitung vom 17. Oktober 1891) eingegangen:

10 703	à 200 Mk.	1 615	à 800 Mk.
2 123	à 400 „	939	à 900 „
20 186	à 500 „	33 547	à 1 000 „
2 277	à 600 „	133 594	à 1 100—10 000 Mk.
953	à 700 „	64 331	über 10 000 Mk.

anleihe wurden nur Subskriptionen bis zu 2000 Mk. voll berücksichtigt; für preuß. Konsols wuchs mit der Zunahme der gezeichneten Summen das Minimum dessen, was der einzelne zugeteilt erhielt. Von der Reichsbank, Seehandlung und den Zeichenstellen wurden 2 % der gezeichneten Reichsanleihe und 3 % der Konsols zugeteilt, aber die endgiltige, gleichmäßig durchgeführte Zuteilung, deren Grundsätze von der Reichsbank und Seehandlung ausgingen, ließ die seriösen Zeichner unbefriedigt. Nach der Frankfurter Zeitung [1]) ist von den dortigen Subskriptionsstellen bekannt geworden, daß sie Anmeldungen z. B. auf 100 × 1000 Mk. oder 75 × 900 Mk. und ähnliche verkleidete Konzertzeichnungen ganz zurückgewiesen haben. Die Folgen der unbefriedigenden Zuteilung waren 1891 deutlich zu verspüren. Das ganze Jahr über war viel flottantes Material von Konzertzeichnern und solchen Leuten am Markte, die über Erwarten in der Zuteilung begünstigt worden waren oder aber sich benachteiligt glaubten und ihren Besitz ganz oder teilweise veräußerten. Der vor und nach der Emission so lebhafte Handel in Skrips ist allmählich zurückgegangen und damit auch der Markt der Reichsanleihen. Die gerade in die geldknappen Herbstmonate fallenden letzten zwei Einzahlungen kamen vielen ungelegen und daher realisierten sie. Vom 7. auf den 8. September ist die 3% Reichsanleihe von 83,80 auf 83,10 gewichen und dieser Kurssturz soll nach Bankiersberichten durch das Angebot einer einzigen Million Mark erfolgt sein [2]). So sehr hat das Spekulationsinteresse nachgelassen. Im September und besonders Oktober arbeitete die Seehandlung einem weiteren Kursrückgang der 3% Reichsanleihe entgegen. In diesen Monaten waren die 3% Staatsfonds im Gegensatz zu den sonstigen Kursbesserungen an der Börse stark vernachlässigt und nun nahm der Seehandlungsagent täglich große Umtauschoperationen 3½ % Reichsanleihen teilweise gegen 3% Fonds vor, wodurch zu Gunsten der 3% Werte die Kurse der 3½ %igen gedrückt wurden. Die von den sonstigen deutschen Emissionsbedingungen abweichende

[1]) 21. Februar 1891.

[2]) Frankfurter Zeitung, 8. September 1891.

Emissionstechnik war also bei dem nur vorübergehenden Spekulationsinteresse nicht günstig für Markt und Kurse unserer Staatsfonds.

Um die Spekulation zurückzudrängen und die Klassierung zu fördern, sind also folgende Mittel, die je nach Zeit und Technik der Emission verschieden gehandhabt werden müssen, empfehlenswert: Einforderung mindestens des 4. oder 5. Teiles des begehrten Nominalkapitales in bar, bessere oder unter Umständen volle Berücksichtigung der Subskribenten, welche die gezeichneten Summen sofort in bar hinterlegen, Unzulässigkeit der unmittelbaren Liberierung, vorzugsweise Berücksichtigung seriöser Zeichner in der Zuteilung bis zu einem bestimmten Betrage, ebenso gewisser Kassen (Berufs- und Genossenschaften, Versicherungs- und Krankenkassen und anderer öffentlichen Kassen), Bevorzugung der Zeichner, die ihre Stücke ins Schuldbuch eintragen lassen und derjenigen, welche sich zu einer Sperrverpflichtung verstehen. Auch die Pariemission drängt wegen Konversionsgedanken die Spekulation zurück, während starke Unterpariemission ihr ein viel breiteres Feld läßt. Im übrigen scheint mir trotz der Auswüchse in neuester Zeit die Zuteilung nach Ermessen vor der pro rata Reduktion den Vorzug zu verdienen.

Bei Entscheidung für den einen oder anderen Emissionsmodus ist der Gedanke maßgebend, daß der Staat weder auf diese noch auf die andere Art ohne Umgehung der Banken und der Spekulation seine Anleihen emittieren kann. Das scheinbare Umgehen der Banken bei öffentlicher Subskription kehrt sich in Wirklichkeit in das Gegenteil um; die Subskriptionen erfolgen nur durch rege Spekulationsanteilnahme der Banken [1]). Selbst wenn in Frankreich der Staat durch

---

[1]) Vgl. hierüber auch die Worte von Léon Say in Annales de l'Ecole des sciences politiques 1886: Les souscriptions publiques ont été imaginées pour supprimer les intermédiaires, mais on peut dire qu'elles n'y ont pas réussi. Loin de supprimer les intermédiaires elles en ont augmenté le nombre. Seulement au lieu d'intermédiaires solvables comme c'était le cas autrefois aux époques d'adjudication restreinte entre sociétés ou syndicats qui versaient préalablement un gros cautionnement, on se trouve aujourd'hui, grâce à la souscription publique en présence d'intermédiaires

allerhand Maßregeln die Spekulationszeichner fernhalten wollte, ist ihm dies nur in beschränktem Maße gelungen. Unser Anleihemodus erscheint mir als der bequemere und billigere für Deutschland am meisten Aussicht auf Erfolg zu garantieren. Mit dem Modus der öffentlichen Subskription hat man in Deutschland Anfang der 90er Jahre keine guten Erfahrungen gemacht, da die Vorbedingungen hierfür fehlen. Besonders seit dem neuen Börsengesetz, das die Kulisse dezimiert und den Markt der Staatsanleihen widerstandslos gemacht hat, ist auf die Stärke der Börse nicht mehr zu rechnen und damit ist erst recht die Konsortialbegebung durch die mächtiger gewordenen Banken der einzig gangbare Weg geworden. Für Frankreich kommt Paul Leroy Beaulieu nach eingehender Prüfung der öffentlichen Subskription in Frankreich zu dem Resultat, daß die Anleiheform der Übernahme durch Banken 10mal der schwerfälligen Subskriptionsanleihe vorzuziehen ist. Wir schließen daher unsere Darlegungen mit einem wesentlich anderen Standpunkt, als den Finanzminister Scholz im preußischen Abgeordnetenhaus am 22. Januar 1888 vertreten hat, wo er sagte: „Es ist ein eminenter Vorzug, daß in Preußen ein staatliches Bankinstitut (er meinte die Seehandlung) existiert, das dem Staate die Möglichkeit gibt, unabhängig von einer Koalition oder einer übermächtigen Kapitalkraft seine Geldangelegenheiten mit Sachkunde und Ehrlichkeit und alleiniger Berücksichtigung der Staatsinteressen zu ordnen. Eine derartige Konkurrenz der Staatsverwaltung gegenüber hat allerdings bis jetzt noch nicht Platz gegriffen und wird, so Gott seine Hand über Preußen hält, auch niemals Platz greifen."

B. Konversionen. Technik und Zeit ihrer Durchführung

Die Konversionen sind ein Mittel zur Reduktion der Last des Staatsschuldendienstes. Der Staat hat nicht nur das Recht, sondern auch die Pflicht, bei sinkendem Zinsfuß die Zinsen seiner über pari gestiegenen Fonds herabzusetzen. Die Kon-

---

qu'on ne connaît pas qui n'ont aucune surface, parcequ'ils sont purement et simplement la foule. Ces nouveaux intermédiaires font en souscrivant une véritable spéculation.

versionsoperationen sind für Geldmarkt und Staatsfondskurse von größter Bedeutung. „Eine mißlungene Konversion ist eine Desorganisation des Staatskredites auf Jahre hinaus.“ Diesen Ausspruch Léon Says stellen wir an die Spitze unserer Betrachtungen. Wovon hängt denn nun der Erfolg der Konversionen ab?

a) Von der Konversionstechnik,

b) vom Zeitpunkt der Durchführung.

Es sind also die neueren Konversionen in Frankreich, England und Deutschland ähnlich wie die Emissionen im Zusammenhange mit der Geldmarktentwicklung in den einzelnen Ländern nach Ursache und Wirkung zu beobachten.

In Frankreich hat man lange einen bedenklichen Staatssozialismus praktiziert, indem man aus Rücksicht auf die vielen kleinen Rentenbesitzer und aus Furcht vor den Wählern zuerst unter Louis Philipp, dann unter Napoleon III. und neuerdings unter der jetzigen Republik die Konversionen immer wieder verschoben hat[1]). Allerdings wurde so die Beliebtheit der Rente im Volke, das an seinem ungeschmälerten Zinsgenuß festhielt, gesteigert, und die Klassierung gefördert. Jedesmal erst unter dem Drucke der Budgetdefizits wurden von 1883 bis 1902 vier Konversionen vorgenommen und so die französische Schuld, die 1883 aus fünf Typen, nämlich 5%, 4½%, 4% und 3% ewiger Rente und 3% amortissabler Rente sich zusammensetzte, bis auf zwei Typen im Jahre 1902, nämlich die 3% ewige und die 3% amortissable Rente unifiziert. Der 3% Typus hatte sich im Laufe des 19. Jahrhunderts durch fortwährende Emissionen allgemein eingebürgert, ist also nicht erst aus Konversionen hervorgegangen. Damit war eine Grundlage für Zinsreduktionen bereits gegeben und somit zugleich eine wichtige Voraussetzung für erfolgreiche Durchführung der Konversionsoperationen.

I. Konversion. Seit 1875 war die 5% Rente konversionsreif. Sie bewegte sich nach Durchschnittsberechnungen der Jahre 1875 bis 1881 wie folgt:

[1]) Sehr scharf aber gerecht kritisiert Paul Leroy Beaulieu eine solche Begünstigungspolitik. Er sagt hierüber in seiner Finanzwissenschaft: „Unsere Staatsmänner haben das nationale Interesse verraten, indem sie zynisch die Steuerzahler den Rentiers opferten.“

1875	103,37
1876	105,23
1877	106,09
1878	111,42
1879	115,38
1880	116,99
1881	118,35.

Seit 1877 war auch die 4½ % Rente konversionsreif. Sie notierte im Durchschnitt der Jahre

1877—1882: 100,57, 105,58, 111,57, 114,97, 111,38[1]).

Sogar die 4% Rente stellte sich im jährlichen Durchschnitt seit 1879 über pari, nämlich

1879—1881: 100,09, 104,51, 104,39[1]).

Endlich im Jahre 1883 wurde nach heftiger Debatte in der Deputiertenkammer der Vorschlag der Regierung, die 5% Rente in eine 4½ %ige zu verwandeln[2]), angenommen, obwohl die 4% Rente den Paristand bedeutend überschritten hatte. Eine Reduktion um 1% hätte die ganze Operation gefährden können. Bezog sich diese doch auf die gewaltige Summe von 6816 Millionen Fs.! Im Interesse der Rentenbesitzer wurde das Kündigungsrecht der Regierung (entgegen dem Vorschlag einer nur 5jährigen Unkündbarkeit) auf 10 Jahre ausgeschlossen. Wer nicht innerhalb 10 Tagen nach dem fixierten Konversionstermine Barrückzahlung verlangte, verlor das Recht auf Rückzahlung der gekündigten Summen. Die Frist wurde wohl deshalb so kurz bemessen, damit nicht irgendwelche unvorhergesehene ungünstige Ereignisse die Operation gefährden. Der Zeitpunkt der Konversion war nicht einwandfrei. Frankreich litt damals noch unter den furchtbaren Folgen des Finanzkraches der Union générale. Das Land war fast noch inmitten einer starken Wirtschaftskrisis. Unmittelbar äußerte sich zwar der ungeeignete Zeitpunkt der Konversion nicht; aber nach Neymarcks[3]) Ansicht haben die doppelten Verluste (durch Krisis und Konversion) der Kapitalisten zum Wahlerfolge von

[1]) Nach Kurstabellen von A. Courtois fils, Traité des Opérations de Bourse, S. 138.

[2]) Ersparnisse aus der Konversion: 34 084 000 Fs.

[3]) Neymarck, Finances contemporaines.

200 Oppositionsmitgliedern im Jahre 1885 beigetragen. Über den Erfolg der Konversion sagte Finanzminister Tirard in der Deputiertenkammer[1]): „Sie wissen, daß die Konversion sich ohne Schwierigkeit, ohne irgend welche Erschütterung vollzogen hat, daß die Kurse der staatlichen Fonds dadurch nicht berührt worden und die Forderungen auf Rückzahlung vollkommen belanglos gewesen sind, da sie nicht einmal die Höhe von 100000 Fs. erreicht haben. Daher," fuhr er fort, „können wir mit Recht sagen, wir haben eine nützliche, aber auch zwingend notwendige Maßregel durchgeführt und wir können uns glücklich schätzen, daß wir sie durchgeführt haben, denn die Hilfsquellen, die sie uns erschlossen hat, haben nicht wenig dazu beigetragen, daß wir den Etat ins Gleichgewicht bringen konnten." Abgesehen davon, daß letztere Behauptung nicht richtig war, werden wir auf sie von einem anderen Gesichtspunkte aus sofort wieder zurückkommen.

II. Konversion. Seit 1877 war, wie wir sahen, die 4½ % Rente für eine Konversion geeignet. Ihre Kurse stellten sich im Durchschnitt der Jahre

1883—1886 auf 109,10, 107,69, 109,22 und 109,80.

Ende 1887 — also 10 Jahre später — inmitten einer allgemeinen Konversionsära schritt Rouvier zur Umwandlung der 4½ %igen und der wenigen 4% Renten in 3% ewige Rente. Es wurden 0,833 Fs. 3% Rente gegen 1 Fs. 4½ %iger den Besitzern angeboten; oder 3,7485 Fs. 3% Rente gegen 4,5 Fs. 4½ % Rente. Bei einer gleichzeitigen Rentabilität der 3%igen von 3,67% und einem Stande der 4½ %igen von 102,55 gelang die Konversion, die sich auf 840 Millionen Fs. Kapital erstreckte. Zur sicheren Durchführung der Operation hatte sich der Minister gesetzlich ermächtigen lassen, mit der Banque de France in Beziehungen zu treten; er ließ sich von ihr, teils um den Rückzahlungen Genüge zu leisten, 70 Millionen Fs. Vorschüsse machen. Gleichzeitig wollte Rouvier die dringendsten Geldbedürfnisse des Staates decken, ohne die jährlichen Budgetlasten zu vermehren. Er gab daher im Anschluß

[1]) März 1884; zitiert nach Sydow, S. 164.

an die Konversion den Inhabern von 4½ und 4% Rente zur Aufrechterhaltung ihres Einkommens die Möglichkeit, auch 3% Rente zu 80,10, also mit einer Rentabilität von 3,74%, zu subskribieren. Die Regierung wollte sich mittels einer solchen versteckten und daher verwerflichen Art des Schuldenmachens 165¼ Millionen Fs. verschaffen; es wurden aber nur 50 Millionen Fs. subskribiert. Die Ersparnisse aus der Konversion waren ca. 6 Millionen Fs. Ihre Durchführung widersprach jedoch dem Prinzipe der Einfachheit und war daher nicht gut. Mit dem allgemeinen Sinken des Zinsfußes machten sich auch in Frankreich leichte Anzeichen eines industriellen Aufschwunges bemerklich. Zahlreichere Neuemissionen bewiesen dies. Der Aufschwung wurde jedoch in seinen Anfängen erstickt. Im Jahre 1888 erfolgte nämlich die Panamakatastrophe, die 1400 Millionen Fs. (nicht ganz 1/80 des Mobiliarreichtums Frankreichs) verschlungen hat [1]) und 1889 der Zusammenbruch des Comptoir national d'Escompte und der Société des Métaux. Trotz der Intervention der Regierung, die den Markt stützte, war die moralische Wirkung namentlich bei der lebhaften Erinnerung an den Krach von 1881 sehr stark. Die mißtrauischen Kapitalisten wagten nicht mehr in Industrie- und Handelsgeschäfte ihre Kapitalien zu stecken und konzentrierten ihre Nachfrage auf Rentenpapiere. Im Gegensatze zu dem in Deutschland und England einsetzenden Aufschwunge, der Diskontsätze von 5% resp. 6% in London und Berlin im Jahre 1889 erzeugte, konnte die Banque de France an ihrem von 4½% auf 3% ermäßigten Satze nicht nur fast das ganze Jahr 1889, sondern auch die zwei folgenden Jahre über festhalten.

III. Konversion. Die 4½% Renten hatten von 1888 bis 1893 die bedeutende Hausse aller festverzinslichen Werte — 3% ewige Rente erreichte 1892 den Paristand und war seit Mai 1894 dauernd über pari — aus Konversionsbefürchtungen nicht mehr mitgemacht. Gleichwohl konnte die Regierung vor 1893 ihre Konversion nicht vornehmen, da sie sich 1883 auf 10 Jahre die Hände gebunden hatte. Es existierten also im Jahre 1893 noch vier Rententypen: die 4½%ige (im Betrage

[1]) Journal des Economistes 1888.

von 6789 Millionen Fs.), die 3½ und 3% ewige Rente und die 3% amortissable Rente. Wiederum während einer allgemeinen Konversionsperiode wurde die Zinsreduktion der 4½% Renten in 3½%, 8 Jahre unkündbar, durchgeführt. Der Markt war von Rouvier auf die Konversion aufs beste vorbereitet. Allgemein brachte man damit den von Rouvier gemachten und auch durchgeführten (25. Januar 1893) Vorschlag in Zusammenhang, die Grenze der Notenzirkulation der Banque de France, die sich (1893) dem gesetzlichen Maximum von 3500 Millionen Fs. stark genähert hatte, auf 4 Milliarden Fs. zu erhöhen. Damit sollten die Wirkungen der Konversion auf den Geldmarkt abgeschwächt werden. Um die Rückzahlungsforderungen zu befriedigen, wurde ferner der Minister ermächtigt, Schatzscheine (mit höchstens fünfjähriger Umlaufzeit) auszugeben oder sich Vorschüsse von der Banque de France machen zu lassen. Im übrigen war die Konversionstechnik die in Frankreich übliche: Wer nicht binnen 8 Tagen die Rückzahlung seines Kapitals verlangte, dessen Zustimmung zum Konversionsvorschlage wurde ohne weiteres angenommen. Der in Händen von nicht zustimmenden Besitzern befindliche Betrag wurde nicht sofort zur Parirückzahlung gekündigt, sondern der Finanzminister behielt sich das Recht vor, die Rückzahlung des Kapitals nach seiner Wahl in Serien vorzunehmen. Damit war jede Gefahr für den Staatskredit beseitigt. Ein Besitzer, der nicht zustimmte, konnte seine 4½% Rente zu 104½ ca. verkaufen. Für diesen Betrag würde er bei einem Kurse der 3%igen zu 98 ca. 106,63 Fs. erhalten haben, d. h. 3,2% Rentabilität. Bei Annahme des Konversionsvorschlages aber wurden ihm 3,5% auf acht Jahre zugesichert. In der Differenz von 0,3% lag die Vorbedingung des Konversionserfolges, der unbestritten war [1]). Nach der Konversion wurde die 3½% Rente [2]) fast zu demselben Kurse wie die 4½%ige gehandelt. Am 29. Januar 1894, dem ersten Börsentage nach der Konversion, notierte die neue 3½%ige 104,50 und 104,27. Nach den bisherigen Konversionen war ein anhaltender Aufschwung der

[1]) Die Ersparnisse aus der Konversion waren 67,9 Millionen Fs. jährlich.

[2]) Deren Verzinsung zu 4½% war bis 16. Februar 1894 gesichert.

einheimischen Industrie und des Handels nicht zu beobachten. Auch diesmal vermochten sich die Kapitalisten gegen das fortgesetzte Sinken des Zinsfußes bis 1898 nicht zu verteidigen. Nahmen sie also auch diese Zinsfußreduktion ohne weiteres hin?

Den Konversionsjahren 1893 und 1894 folgte in Frankreich ein Erwachen des Spekulationsgeistes. Das Suchen nach neuen höher verzinslichen Anlagen verschaffte bei dem empfindlichen Mangel derartiger einheimischer Werte den 1894, besonders aber 1895 wie Pilze aus der Erde schießenden südafrikanischen Goldminenaktien durch Vermittlung der Pariser Kulisse und der Großbanken eine überaus günstige Aufnahme. Gerade in Frankreich war die Nachfrage aus dem Kapitalistenpublikum ungeheuer. Die Kurse der bestehenden Minenwerte wurden bei dem Sanguinismus der dortigen Anleger gewaltig in die Höhe getrieben und damit das fortwährende fieberhafte Neugründen ähnlicher Gesellschaften begünstigt. Die ganze Aufmerksamkeit des Pariser Marktes konzentrierte sich auf Goldshares. Ja sogar der ganze Goldminenmarkt wurde von der Pariser Nachfrage abhängig. Bei dieser Minenwut des Publikums zeigte sich nur noch bis April und Mai 1895 ein leichtes Steigen der Anlagewerte, so der Pariser Stadtobligationen und der zurückgebliebenen Obligationen der Eisenbahngesellschaften du Midi, welche die Rentabilität der übrigen Eisenbahngesellschaftsobligationen von 2,8% (als Inhaberpapiere) erreichten. Die Rentenumsätze gingen stark zurück, aber die leichten Zinssätze hielten an. Z. B. noch Ende April 1895 emittierte der Crédit foncier mit großem Erfolge 250 Millionen Fs. 2,8% Pfandbriefe mit Losen zu 490 (Rentabilität 2¾% exklusive Loschancen) zwecks Herabsetzung des Hypothekenzinsfußes auf 4% [1]). Symptomatisch für den niedrigen Stand des Kapitalisationszinsfußes ist auch die der Eisenbahngesellschaft Orléans erteilte Konzession 2½% Obligationen zu emittieren; ferner die Kapitalisation der Bankaktien mit 3 bis 3½%, der Industrieaktien trotz der Aussichtslosigkeit höherer Dividenden mit ca. 3½% und zum Teil darunter. Mit der

[1]) Die Geldmarktbelastung war durch die Ratenverteilung bis 20. Oktober 1898 ganz minimal.

Anfang November einsetzenden scharfen Börsenkrisis in Goldaktien und der Krisis der Goldminenindustrie überhaupt im folgenden Jahre war das Vertrauen in diese Anlagen für immer erschüttert und das die Kursgestaltung der Rentenpapiere hemmende Moment weggefallen. Bei ihrer geringen Zunahme und dem niedrigen Marktdiskont von nur 1,67% (Jahresdurchschnitt) konnten sie sich von neuem bessern: Pfandbriefe, Pariser Stadtobligationen, Eisenbahnobligationen sind 1896 unter eine Nettorentabilität von 3%, 4% Industrieobligationen unter eine solche von 3 1/3 % gefallen. Die 2 1/2 % Tonkinanleihe[1]) wurde schon acht Tage vor der Subskription mit 6 Fs. Agio gehandelt, zu 97 1/2 (2,58% Realzins) aufgelegt und mehr als 28fach subskribiert. Ihre Rentabilität schwankte im Laufe des Jahres zwischen 2,66 und 2,8%. Auch nach dem Stande der 2 1/2 % Orléanseisenbahnobligationen und 2 1/2 % Pariser Stadtobligationen lag die Vermutung nahe, daß man einem weiteren Sinken des Kapitalisationszinsfußes entgegen gehe. Während damals in Deutschland bereits der Umschlag deutlich zu verspüren war, die Konversionen der Staatsfonds aber erst noch folgten, blieben in Frankreich die geringe Emissionstätigkeit und die Geldmarktverhältnisse nach einer so bedeutenden Rentenkonversion einer weiteren Hausse der Rentenpapiere günstig[2]). Vergleicht man den Rentabilitätsrückgang der Rente mit dem anderer Marktwerte in den letzten zehn Jahren, so ergibt sich ein allgemeines Sinken des landesüblichen Zinsfußes von 3/4—4/5 %[3]).

Auch 1897 vollzog sich Hand in Hand mit den übrigen Marktwerten und begünstigt durch Rentenankäufe der Depositenkasse in der Höhe von 192,4 Millionen Fs. deren weitere Hausse bis Mitte August 1897. In diesem Monate erreichte die 3% ewige Rente mit 105 1/2 (Realzins 2,85%) den Rekord des Jahrhunderts. Noch weniger Zinsen bezogen damals die Be-

[1]) Staatsgarantierte Kolonialanleihe und den Renten gleichgestellt.

[2]) Paul Leroy Beaulieu im Economiste français 31. Juli 1897: Alles beklagt sich über die geringen Zinsen von nur 2 3/4—3%; aber alles will in Frankreich immer dieselben Titres, nämlich fast nur Eisenbahnobligationen und Renten.

[3]) Siehe Tabelle 40.

sitzer von Eisenbahnobligationen (auf den Inhaber 2,67 %), Tonkin- und Madagaskar-Kolonialfonds, Pfandbriefen und Kommunalobligationen des Crédit foncier, Pariser Stadtobligationen, Banque de France-Aktien, ferner von einer ganzen Anzahl Industrieaktien (besonders Elektrizitäts- und Straßenbahnaktien), Eisenbahnaktien (auf Inhaber 2,67—2,84 %) [1]). In großer Verlegenheit war also der französische Sparer 1897, der sein Geld in guten einheimischen Anlagewerten festlegen wollte und außer Renten in der Hauptsache nur Effekten mit gleicher oder geringerer Verzinsung finden konnte. Wenn man nun annehmen wollte, der französische Nationalreichtum habe parallel dem Kursfortschritt der Renten seit zehn Jahren zugenommen, so wäre dies vollständig irrig. Vielmehr ist trotz der ungünstigen Ergebnisse der Erbschaftssteuerstatistik und der auf das Mobiliareinkommen [2]) und infolge der nicht genügend voranschreitenden Kreierung neuer Anlagepapiere das Sinken des Kapitalzinses mit beunruhigender Schnelligkeit — selbst rascher als in Belgien und Holland [3]) — vor sich gegangen. Die industrielle Entwicklung war stationär und daher auch die Zunahme der Industrieaktien beschränkt. Ein Marktdiskont von unter 2 % im Durchschnitt der Jahre 1894—1897 verriet den ganzen enormen Kapitalüberfluß. Je mehr die 3 % Renten das Pari überschritten, desto allgemeiner wurden die Konversionsbefürchtungen, verbunden mit umfangreichen Kassaverkäufen und einer Deklassierung der Renten. Drei Jahre nach einer bedeutenden Rentenkonversion um ein volles Prozent sind also in Frankreich schon wieder Gerüchte einer neuen Konversion der 3 %igen laut geworden und in Finanzblättern positive Vorschläge über den Konversions-

[1]) Des Essars hat 1897 in der Société de Statistique Mitteilungen über das Effektendepot bei der Banque de France in Paris gemacht und berechnet, daß 1896 für 49 459 Deponenten mit einem Kapital von 3620 Millionen Fs. und einem Einkommen von 114 Millionen Fs. das Durchschnittseinkommen 3,15 % war. Raffalovich hat an dieser Berechnung verschiedene Korrekturen gemacht und ist auf einen mittleren Zinsfuß von 3 1/3 % gekommen. (In Deutschland nach Berechnungen auf Grund der Schätzungen Schmollers über den Mobiliarreichtum Deutschlands fast gleichzeitig 3,61 % Durchschnittszins.)

[2]) Siehe Kap. I.

[3]) Siehe Tabelle 41.

modus aufgetaucht. Die Kapitalisten haben kein Mittel gefunden, sich ein höheres Einkommen aus ihren Kapitalien zu verschaffen. Erneute Konversionsbefürchtungen haben in der zweiten Hälfte des Jahres 1897 die flottierende Rentenmasse vermehrt und zum Kursfall beigetragen. Die mit dem geringen Einkommen aus festen Werten unzufriedenen Kapitalisten trieben die Kurse der bis dahin wenig zahlreichen Industrieaktien (besonders Montan-, Transport- und Elektrizitätsaktien) in Eskomptierung späterer höherer Dividenden über Gebühr in die Höhe, so daß die Zahl derer mit unter 3% Rentabilität immer größer wurde. Aus den Steuererträgen aus Börsentransaktionen geht hervor, mit welch geringer Zunahme der Umsätze diese Hausse erreicht wurde. Aus den geringen Emissionsziffern von 1897[1]) zu schließen, hatte der Pariser Platz neue Geschäfte nötig, um den sich anhäufenden Kapitalien gewinnbringendere Anlagemöglichkeiten zu verschaffen. Diese Ausdehnung trat 1898 ein und damit auch die Tendenz zum Rückgang der Rentenkurse.

Die IV. und letzte Rentenkonversion wurde im Jahre 1902 nach Ablauf der Unkündbarkeit von acht Jahren vorgenommen. Sie bezog sich auf 6789 Millionen Fs. 3½% ewiger Rente, die in 3% ewige Rente umgewandelt wurde. Eine Riesensumme von fast 22 Milliarden Fs. ist jetzt also in einem einzigen Fonds vereinigt und daneben besteht nur noch die 3% amortissable Rente[2]).

Wir haben die vier letzten Konversionen der französischen Rente nach Zeit und Technik verfolgt. Wichtig für das Festhalten am Rentenbesitz und die Kursschwankungen war der Verzicht des Staates auf das Rückzahlungsrecht für längere Zeit, auf zehn Jahre bei der Konversion von 1883 und auf acht Jahre bei der von 1894. Jede Verbindung einer niedriger verzinslichen Anleihe mit einer höher verzinslichen konvertierbaren, die das Pari überschritten hat, verlegt die Spekulationstätigkeit und Nachfrage auf die erstere. Die Kursdifferenz der zwei Renten-

---

[1]) Nach Economiste Européen Staaten und Städte 227,6 Millionen Fs., Aktien und Obligationen nur 224½ Millionen Fs.

[2]) Über Kurswirkungen und Technik dieser Konversion vgl. den Anhang.

typen wird durch das Steigen der nominal niedriger verzinslichen Rente, die an der höher verzinslichen eine Stütze hat, geringer [1]). Der Staat darf jedoch die Unkündbarkeit nicht auf einen allzu langen Zeitraum ausdehnen, da er sich sonst die Möglichkeit nimmt, aus einem weiteren Sinken des Zinsfußes während dieser Zeit Nutzen zu ziehen.

Die Ersparnisse aus den vier Konversionen waren 136 Millionen Fs., d. h. zu 3% kapitalisiert über 4½ Milliarden Fs. In Frankreich waren diese Ersparnisse das einzig wirksame Mittel zur Reduktion der ungeheuren Rentenschuld. Die Ersparnisse wurden aber nicht zu Steuererleichterungen oder zu Tilgungszwecken verwendet; für die Auffassung des Zweckes der Konversionen ist dort vielmehr charakteristisch, daß man sie „ressources latentes du budget" nennt. „Die Defizits werden schon vorhergesehen und nun rechnet man im voraus auf die Konversionsersparnisse, um darauf einen Teil abzuwälzen. Das ist ein gefährlicher Antrieb, Ausgabegesetze zu votieren. Wenn der Staat seine Schuld konvertiert, um seine jährlichen Ausgaben zu vermehren, läßt er einen bestimmten Teil der besonderen Budgets jedes einzelnen Bürgers in das allgemeine Staatsbudget übergehen" [2]). Anders jedoch, wenn der Staat die Konversionsersparnisse zu Steuererleichterungen verwendet; dann bedeuten die Konversionen nur eine Verschiebung innerhalb der Staatsbudget zu Gunsten der Produzenten, zu Ungunsten der Rentenbezieher.

Im Gegensatz hierzu kennt man in England nicht derartig weitgehende Rücksichten auf die Staatsgläubiger. Konsolkonversionen wurden dort nicht verzögert und die Ersparnisse aus Zinsreduktionen zu Steuer- oder Anleiheminderungen verwendet. Auch in England wurde durch Konversionen im 18. und 19. Jahrhundert allmählich die Vereinheitlichung der Nationalschuld herbeigeführt.

Wohl das bedeutendste Ereignis im neueren englischen Schuldenwesen ist die 1887 durchgeführte Goschensche Konversion der 3% Konsols, die größte Finanzoperation, die in

---

[1]) Siehe Tabelle 35.

[2]) Léon Say, Société d'Economie politique, 5. Juli 1895.

dieser Art überhaupt je gemacht wurde. Wir werden sie ebenfalls im Zusammenhange mit der Geldmarktentwicklung zu verfolgen haben. In den Jahren 1884 bis 1887[1]), in einer ausgesprochenen Stagnationsperiode, ist der Begehr nach Trusteesicherheiten und ersten Werten überhaupt beständig gewachsen und hat ihre Kurse mit Macht in die Höhe gehoben. Im Jahre 1887 zogen die englischen Anleger kaum 3¼ % Einkommen aus guten Anlagen und die anhaltende Hausse dieser Werte schien sie auch in ihrem ferneren Zinsengenuß zu schmälern. 3 % Konsols sind bei großer Geldflüssigkeit (Diskont 1½ %, Reportsätze 2½ %) von Anfang 1887 bis Mai des Jahres um 2¾ Punkte (103½) in die Höhe; die nicht durch Konversionsbefürchtungen im Steigen aufgehaltenen 2½ % Konsols von 88½ Ende Februar auf 92½ (2,7 % Realzins). Letztere gaben demnach einen besseren Maßstab für den wahren Stand des Staatskredites. Nachdem die Kurse der 3 % Konsols wieder auf ca. 101½ gefallen waren, setzte von Ende August ab

---

[1]) Nach The Economist vom 5. Mai 1888 rentierten z. B.:

	Gegenwärtiger Ertrag	Ertrag Anfang der Jahre 1888	1887	1886
3 % Konsols	2. 14. 9	2. 18. 6	2. 19. 0	3. 0. 0
2½ „ „	2. 12. 6	2. 12. 3	2. 16. 6	2. 17. 0
3½ „ Metropolitan Board of Works	3. 2. 6	3. 0. 6	3. 5. 6	3. 4. 3
3½ „ Birmingham	3. 3. 6	3. 5. 3	3. 8. 6	3. 9. 6
4 „ Natal Inscribed	3. 16. 6	3. 17. 0	4. 2. 6	4. 6. 3
4 „ South Australian Inscribed	3. 12. 0	3. 14. 3	3. 18. 0	3. 18. 6
4 „ Victoria 1908—1919	3. 7. 3	3. 9. 3	3. 15. 3	3. 15. 0
4 „ Great Western Debs.	3. 1. 3	3. 3. 0	3. 6. 9	3. 6. 9

	Ertrag Anfang der Jahre 1885	1884	Rentabilitätsrückgang
3 % Konsols	3. 0. 3	2. 19. 0	0. 6
2½ „ „	2. 14. 9	2. 15. 3	2. 0
3½ „ Metropolitan Board of Works	3. 5. 3	3. 6. 3	5. 9
3½ „ Birmingham	3. 10. 0	3. 11. 9	6. 6
4 „ Natal Inscribed	4. 15. 9	4. 13. 3	16. 3
4 „ South Australian Inscribed	3. 19. 0	4. 1. 0	6. 9
4 „ Victoria 1908—1919	3. 16. 0	4. 0. 0	10. 9
4 „ Great Western Debs.	3. 9. 0	3. 10. 3	7. 3

eine neue Hausse bis auf 103 3/16 am 8. Dezember ein. Im August nämlich wurde die Konsolzirkulation stark dadurch geschmälert, daß Goschen die Kommunalschuld von der Nationalschuld trennte und zu diesem Zwecke einen neuen 3% Local Loan Stock in der Höhe von 37 Millionen £ schuf. Die Nationalschuld wurde also um diesen Betrag verringert. Goschen tilgte ihn und verwendete dazu Konsols, die er bereits gegen Sparkassendepositen in Händen hielt. Den fehlenden Rest ergänzte er aus anderen Quellen. Die Beobachtung, daß dieser bis 1912 unkündbare Local Loan Stock steigende Richtung annahm (105) und die Anlagepapiere sämtlich seit 1884 erhebliche Kursbesserungen erfuhren, ferner die Hausse der 3% Konsols selbst und die mit ihrem Steigen wachsende Unwirksamkeit des Sinking Fund rückten den Gedanken einer Zinsreduktion näher. Das allgemein erwartete Konversionsprojekt von Mitte März 1888 hatte schon mehrere Wochen zuvor zu einem bemerkenswerten Steigen auch der Kurse aller erstklassigen Sicherheiten geführt. Als das Gerücht der Zinsreduktion sich verbreitete, stiegen die 2 3/4 % Konsols auf 99 1/4 und überschritten im Januar 1888, als man über den Konversionsmodus überhaupt noch nichts wußte, bereits den Paristand. Goschen führte damals aus, daß 2 1/2 % Konsols 96 notieren und 3% Konsols statt 115 nur 102. Die Voraussetzungen für eine Konversion waren also vorhanden. Jetzt gelang es Goschen, den Plan, der noch vor vier Jahren gescheitert war[1]), mit großer Geschicklichkeit erfolgreich durchzuführen und zwar auf einer einfachen Basis: Die 3%ige Schuld in der Höhe von 558 Millionen £ wurde in eine bis 1903 mit 2 3/4 % verzinsliche verwandelt und von da an sollte sie automatisch in eine 2 1/2 %ige, bis 1923 unkündbare, übergehen. Die Durchschnitts-

---

[1]) 1884 hatte Childers den Besitzern von 3% Konsols entweder 108 £ 2 1/2% Stocks mit einer Rentabilität von 54 sh % oder 102 £ 2 3/4% Stocks mit einer Rentabilität von 56/1 sh %, beide Stocks unkündbar bis 1905, angeboten. Man erwartete, daß alles diesen Vorschlag annehmen werde, wurde aber in dieser Hoffnung getäuscht. Der aus der Konversion hervorgegangene 2 1/2% Stock hat jedoch als Barometer des öffentlichen Kredites bei der Goschenschen Konversion gedient und damit nützliche Dienste geleistet.

verzinsung stellte sich also in den 35 Jahren auf 2,6%. Stillschweigen galt als Annahme des Konversionsvorschlages. Die Nichtannahme mußte vom 29. März bis 21. September je nach dem Wohnort des Konsolbesitzers ausdrücklich erklärt werden. Den Zustimmenden wurde eine Konversionsprämie von ¼% gezahlt. Ebenfalls durch Provisionen sicherte sich die Regierung das Interesse und die Mitwirkung der Banken, die wohl nach ihr die größten Konsolbesitzer sind. Sie erhielten ¾‰ für vermittelte Konversionsbeträge; die Bedingungen waren zwar einfach, aber wenig vorteilhaft für die Gläubiger. Trotzdem hatte die Konversion dank der kräftigen Mitwirkung der Banken guten Erfolg. Am 5. November 1888 waren 42,3 Millionen £, am 5. April 1890 nur noch 12,6 Millionen £ unkonvertiert. Die Goschen-Konsols bilden heute nahezu den Totalbetrag der englischen Schuld. Aus der Konversion erzielte die Regierung 28 Millionen Mk. jährliche Ersparnisse; seit 1903 das Doppelte [1]).

Nach der Konversion, welche die Konsols auf pari brachte, trat infolge der niedrigen Zinssätze eine durch ihre Ausdehnung überraschende Hausse festverzinslicher Werte ein, hervorgerufen durch das Publikum, mehr aber noch durch die Spekulation. Besitzer von Konsols waren mit dem geringeren Einkommen auf die Dauer nicht einverstanden und veräußerten ihren Besitz. Das freigewordene Geld ist in andere Anlagewerte, auch in solche zweiter und dritter Qualität geströmt und hat (andere Ursachen wirkten in gleicher Richtung) bei ihrem sehr knappen Vorrat eine ausgesprochene Hausse nach sich gezogen. Schon der Stückemangel erschwerte häufig die Beschaffung erster Werte in größeren Mengen. Beschleunigt wurde die Aufwärtsbewegung durch die infolge und seit der Goschenschen Konversion sich rasch ausbreitenden Trustgesellschaften [2]), die massenweise Rentenpapiere (ursprünglich wenigstens) aufkauften und auf dem Anlagemarkte sich nachhaltige Konkurrenz machten. Eine neue Form der Verteidigung der

[1]) Näheres über die Einzelheiten dieser Konversion findet man bei Sänger (in Schanz' Finanzarchiv 1891).

[2]) Ende 1900 bestanden nach Investors monthly Manual (zitiert nach Adolf Weber) 51 Trustgesellschaften, 33 davon sind 1887—1890 entstanden.

Kapitalisten gegen das Sinken des Zinsfußes! Die Grenze für die Hausse der gilt edged papers war gegeben durch den Realzins der Konsols, nach dem sie gemessen wurden. So hat die Konversion nicht nur die Rentabilität der Konsols, sondern indirekt die aller erstklassigen Sicherheiten vermindert.

Das starke Fallen des Zinsfußes in den letzten Jahren war allgemein: Juni 1888 erschien zum ersten Male eine 3% Kolonialanleihe (4 Millionen £ von Kanada) auf dem Londoner Markte zu 92½ minimal. Die Anleihe wurde dreimal gezeichnet und die Subskribenten erhielten nur 35% ihrer Angebote. Noch 1884 hatte Kanada 3½ Millionen £ zu 91 minimal geborgt. Es konnte also 1888 leichter eine 3%ige als 1884 eine 3½% Anleihe aufnehmen. Ähnlich war es mit Korporationsanleihen: Nottingham erhielt z. B. 1888 für einen 3% Stock 94⅝, 4 Jahre vorher 85¼. Die seit September 1888 anhaltende Geldversteifung hat auf die Anlagewerte in sehr verschiedener Weise gewirkt. Die meisten sind 1—2 Punkte im II. Semester 1888 gewichen, andere sind weitergestiegen, aber alle außer Konsols, die 1889 bis auf 97 (5½ Punkte unter die höchsten Kurse des Vorjahres) gewichen sind, hatten höhere Kurse als im Vorjahre. Auf den Konsols lastete eben noch die Rentabilitätsminderung durch die Konversion mit nachfolgender Deklassierung. Ihre Baisse hat wieder Käufer angezogen. Die Baissiers schlossen ihre Engagements; ihre Käufe absorbierten neben den Neuanlagen der Coupons nach dem 5. Januar 1889 und den starken Regierungsankäufen für den Sinking Fund und die Sparkassen viel Material auf dem Markte. Die Konsols sind daraufhin von 97 5/16 am 27. Dezember 1888 auf über 99 im Februar 1889 in die Höhe gegangen. Zur erfolgreichen Durchführung der Konversion mußte die schwebende Schuld auf 33 Millionen £ vermehrt werden, so daß bis 1891 das in Diskonten und Vorschüssen gewöhnlich angelegte Kapital entsprechend verkürzt wurde. Diese Kapitalvorwegnahme fiel in eine Zeit starker Emissionstätigkeit, die schon 1888 sich in höheren Emissionsziffern, 1889 in der nicht mehr so glatten Aufnahme neuer Werte äußerte [1]). Eine Anzahl Emissionen ist

[1]) Wenn auch die Emissionen von 1888 und 1889 von zusammen 341,4 Millionen £ den normalen Emissionsbetrag des Landes um ca.

in Händen von Zeichnern, Syndikaten etc. verblieben. Die Emissionsperiode, die sich großenteils aus der Goschenschen Konversion entwickelt hat, ist nach dreifacher Richtung charakteristisch:

1. Die Trustmanie stellte große Kapitalansprüche an den Geldmarkt.

2. Die Goldsharespekulation nahm immer größeren Umfang an unter starker Vermehrung der Börsenumsätze.

3. Durch den Kapitalabfluß nach Südamerika ist der Geldmarkt enormer Mittel verlustig gegangen; 1888 waren allein von kolonialen und ausländischen Eisenbahngesellschaften 41 Millionen £ emittiert worden, ein großer Teil von Südamerika, wohin inklusive der Staatsanleihen und des Kapitalbedarfes von Mexiko 1888 allein 50 Millionen £ abgeflossen sind.

Diese veränderten Geldverhältnisse hatten im Verein mit der fieberhaften Spekulation in amerikanischen Eisenbahnwerten zunächst im August 1889 eine Erhöhung der Bankrate auf 3% zur Folge, und diese Erhöhung hat, da sie als Einleitung einer längeren Periode mit Zinsfußspannungen angesehen wurde, sofort die Effektenkurse beeinflußt. Konsols gingen von 98 3/8 am 2. August auf 97 7/8 am 9. August zurück. Für die letzten vier Monate 1889 ist der Widerspruch zu konstatieren, daß mit den höheren Zinssätzen bis zu 6% eine weitere Hausse der festen Werte einhergegangen ist. Der Umfang der Haussespekulation in Aktien ist, da man höhere Dividenden und Kursgewinne erwartete, welche die teuren Reportsätze aufzuwiegen versprachen, nicht eingeschränkt worden. Seit 1890 hat sich der Umschwung auf alle erstklassigen Werte übertragen.

In der lebhaften Mitwirkung der Banken bei der Goschenkonversion lag, wie wir sahen, ein großer Erfolgsfaktor für ihr Gelingen. Bei uns glaubte man die Banken während der Konversionsperiode Mitte der 1880er Jahre umgehen zu können.

Im Jahre 1884 war unstreitig eine Depressionsperiode. Diese

110 Millionen £ überschritten haben, so brauchte dies an sich nicht gerade eine Reaktion auf dem Markte hervorzurufen; denn z. B. der 1885—1887 emittierte Betrag war weit hinter dem Normalbetrag zurückgeblieben.

gab den Anlaß zu fortwährenden Konversionen, welche die mit mehr als 4% verzinslichen Werte allmählich durch den 4 und 3½% Typus ersetzten. Der Konversion der preußischen Konsols war hinderlich, daß in den vorangegangenen Jahren die Staatsschuld ungeheuer durch Eisenbahnverstaatlichungen vermehrt worden war (von 1880 bis 1885 hat sie sich fast verdreifacht). War doch ein guter Teil der Besitzer von Eisenbahnprioritäten mit dem ihnen gelegentlich des Umtausches in Konsols angebotenen geringeren Einkommen nicht einverstanden! Konsolkonversionen wurden aber gleichwohl ausgeführt. Eine der größeren war die von 1885 ab mögliche Konversion von 545¾ Millionen Mk. 4½% Konsols, deren Kursstand längst für eine Umwandlung reif war und sich im Gegensatz zu dem anderer Werte andauernd abwärts bewegt hatte. Sie wurden durch Konversionsgesetz vom 4. März 1885 mit großem Erfolge in 4% Konsols verwandelt. Im gleichen Jahre noch wurde die Umwandlung von über 1 Milliarde Mk. größtenteils 4½% Prioritäten verstaatlichter preußischer Eisenbahnen in 4%ige unter Umgehung der Banken, lediglich mit Hilfe von Eisenbahn- und Regierungskassen durchgeführt. Finanzminister v. Scholz wollte, wie er sich ausdrückte, den Bankiers nicht die Finger vergolden. Den Eisenbahn- und Regierungskassen, welche deren Tätigkeit ersetzen sollten, fehlte aber nicht nur jede Anpassungsfähigkeit an die Wünsche und Gewohnheiten der Kapitalisten, sondern auch jede Kundschaft und Fühlung mit dem Publikum, auf das sie konversionsfreundlich hätten einwirken können. Ihre Vermittlungstätigkeit war eine rein passive, die der Banken eine aktive. Die fehlerhafte Technik der Durchführung machte sich in den Folgen fühlbar, da die nach jeder Konversion eintretende Deklassierung gesteigert wurde und die ausgeschalteten Banken auch keine Lust hatten, das den Markt belastende Material aufzunehmen. Allein im Jahre darauf (1886) wurden [1]) für 1450 Millionen Mk. Marktwerte konvertiert und auch die nächsten Jahre bildeten eine Konversionsära in Deutschland wie in der ganzen Welt. Bei uns war der Übergang zum 3½% Zinsfuß

[1]) Nach Berechnungen Ströllls in Conrads Jahrbüchern 1886.

so heftig und schnell, daß bald der Markt mit den niedriger verzinslichen Werten überschwemmt und ihre weitere Unterbringung schwieriger wurde. Pfandbriefanstalten, Städte, Eisenbahngesellschaften und Staaten konvertierten in 3½ %. Besonders die preußischen verstaatlichten Eisenbahnprioritäten wurden betroffen und ihre Deklassierung gesteigert. Deutsche Bundesstaaten wählten für ihre Neuemissionen den 3½ % Typus; so Bayern und Preußen. Allgemein glaubte man, der 3½ % Zinsfuß sei definitiv erreicht [1]). Bereits Mitte 1886 und ebenso 1887, während die Konversionen in vollem Gange waren, machten die Rentenpapiere keine Fortschritte mehr. Wenn auch in den folgenden Jahren — etwa bis Mitte Mai 1889 — die anhaltende Kapitalflüssigkeit eine erneute Hausse nach sich gezogen hat, hatten doch die in den vielen Konversionen wurzelnden Ursachen inzwischen so an Macht gewonnen, daß ein allgemeiner Umschwung in der Richtung des Anlagekapitals zu Ungunsten der Rentenpapiere eingetreten ist.

1. Die zu rasch erfolgten Konversionen waren mit einer starken Deklassierung von Staatsfonds, Pfandbriefen und Kommunalobligationen verbunden und öffneten dem Eindringen höher verzinslicher ausländischer Staatsfonds Tür und Tore. Diese wurden massenweise auf den Markt gebracht und erzielten namhafte Kurssteigerungen. Damit nahmen unsere Börsen, die bis dahin nur russische, italienische, türkische, rumänische, nordamerikanische und österreichisch-ungarische Staatsfonds gekannt hatten, internationalen Charakter an.

2. Vom zweiten Quartal 1887 ab waren die Industriepapiere immer zahlreicher geworden und hatten die schon mit den Konversionen gegebene Lust am Agiogewinn beim Publikum erhöht. Bis 1890 nahmen die Aktienemissionen zu. Die Kurse der Dividendenpapiere stiegen konstant; daneben allgemein Kursrückgänge der Rentenpapiere. Schon 1887 waren oft nur kleine Angebote genügend gewesen, um die Kurse der beliebtesten Werte zu drücken. Wenn sie sich bis in die zweite Hälfte 1889 dennoch gut gehalten haben, so lag dies an der

[1]) Ströll: Von 1870—1886 ist der Effektenzins von 5 % auf 3½ % gefallen.

großen Kapitalfülle. Die 4 % Fonds hatten aber seit Ende Februar 1889 dauernd aus Konversionsbefürchtungen nachgegeben. Genährt wurden diese Befürchtungen durch das Verhalten der Regierung im Frühjahr 1889. Im preußischen Landtag nämlich hatte der Abgeordnete Hammacher die Frage aufgeworfen, ob die Regierung eine weitere Konversion der im Betrage von 3½ Milliarden Mk. zirkulierenden 4 % Konsols beabsichtige, worauf der Finanzminister erklärte, daß er keine definitiven Entschlüsse gefaßt habe. Aber fast unmittelbar darauf wurden mehrere alte 4 % Staatsanleihen von 1852, 1853 und 1862 [1]) zur Barheimzahlung gekündigt. Dieses Vorgehen hat die Kapitalisten verwirrt und ihre Beunruhigung kam in verstärktem Angebot besonders von 4 % Titres zum Ausdruck. Eine spätere offiziöse Erklärung, daß bei ferneren Kündigungen nicht mehr Barrückzahlung, sondern Konversion in 3½ % zur Anwendung kommen werde, war weiterhin geeignet, die Aufwärtstendenz der Kurse aufzuhalten. Im Frühjahr 1889 waren Gerüchte einer bevorstehenden, für die betreffenden Besitzer ungünstigen Konversion aller 4 % Obligationen der verstaatlichten Bahnen im Umlauf. Diese Gerüchte lockerten stark den Besitz solcher Werte und Konsols; das Publikum hielt nicht mehr wie früher an seinem Staatsfondsbesitz fest, sondern zog hochverzinsliche ausländische Werte und Industrieaktien vor. Jetzt erfolgte die bedeutendste Konversion von 1110,9 Millionen Mk. 4 % Prioritäten in 3½ % Konsols. Zunächst hatte die Umwandlung einen guten Erfolg; für 1054,9 Millionen Mk. wurde der Umtausch angenommen. Aber auch der Übergang zu Industriewerten erfolgte jetzt mit doppeltem Eifer. Die Emissionstätigkeit nahm rapid zu; das Publikum trieb die Kurse der Aktien stark in die Höhe und die Zinssätze versteiften sich seit August erheblich. Dazu fühlte sich der Besitzer 4 % Konsols bis Ende 1889 weiter in seinem Zinsengenusse bedroht. Kündigte doch am 7. Dezember 1889 die Frankfurter Zeitung an, ein Bericht über eine Konversion der 4 % Konsols in 3½ %ige für den Anfang 1890 sei in Zirkulation; es sei leicht möglich, daß sich die Regierung damit befasse, wenn auch dieser Bericht

[1]) Frankfurter Zeitung, 26. März 1889.

bis jetzt noch keine Bestätigung gefunden habe. Die erwartete Konversion kam aber nicht.

Also: Anfangs war der Zeitpunkt für Konversionen sehr geeignet; dann erfolgten sie überstürzt von allen Seiten und der Markt wurde mit 3½% Werten überschwemmt. Gleichzeitig bereitete sich der Übergang zu höher verzinslichen Werten vor und die Vorbedingungen für Konversionen wurden immer ungünstiger. Gerade als der Staatsfondsbesitz schon ziemlich gelockert war, wurde eine der größten Konversionen vorgenommen.

Auch während der zweiten Konversionsperiode von 1895 bis 1897 begegnen wir den spezifisch deutschen Konversionsschwierigkeiten, die in dem Charakter Deutschlands als einer Staatenvereinigung liegen. Die Einzelstaaten treten ohne einheitliches Zusammengehen mit ihren verschiedenartigen Konversionsplänen auf und schädigen die nachfolgenden, da nach jeder Konversion eine Deklassierung einzutreten pflegt.

Im Juni 1895 hatte die 3% Reichsanleihe den Paristand überschritten. Je mehr sie sich demselben genähert hatte, umsomehr nahmen die Konversionsbefürchtungen für die 4% Staatsfonds überhand. Aus dem Geldmarkte heraus entstand also ein Drängen auf die Zinsreduktion. Die Regierungen erklärten auf verschiedene Interpellationen, die Frage sei noch nicht spruchreif und eine Konversion stehe nicht unmittelbar in Aussicht[1]). Dieses Verhalten ist insofern zu billigen, als das Publikum sich möglichst früh mit einer Konversion vertraut machen soll, damit bei ihrer definitiven Durchführung der Boden bereits geebnet ist. In den Kursen der 4% Papiere

---

[1]) Januar 1895 erklärte Miquel im preußischen Abgeordnetenhause auf eine Anfrage der drängenden Agrarier, der Erfolg einer sofortigen Konversion würde unsicher sein; er lehne es ab, die Verantwortung dafür auf sich zu nehmen. Er hielt den hohen Kursstand der 3% Reichsanleihen und Konsols nicht für durch die Verhältnisse gerechtfertigt. Posadowsky gab eine Erklärung über die Stellung der Regierung ab. in der er sich absichtlich unbestimmt aussprach. Am 12. Oktober 1895 erklärte der Reichskanzler, die Frage der Konversion der 4%igen sei noch nicht spruchreif. Im Dezember 1895 der Schatzsekretär: Die Konversion sei zuerst Aufgabe der Einzelstaaten, dann erst des Reiches.

wurde eine etwaige spätere Konversion eskomptiert und daher nahmen sie in den Jahren 1894—1896 weichende Richtung an. Der Abstand der Bewertung 3½ % und 4% Papiere von der 3%iger wurde immer geringer; am 26. Januar 1895 war die Differenz zwischen 4 und 3½ % Konsols nur noch 85 Pf. Als am 11. Juni 1895 die 3%igen das Pari überschritten hatten, glaubte jedermann an eine Konversion; die 4%igen und selbst die 3½ %igen gehen darauf um halbe Punkte zurück. Kursabschwächend für erstere wirkte das Verhalten der Reichspostverwaltung, die ihre Beamten von der Absicht eines Umtausches sämtlicher bei ihr hinterlegter 3½ und 4% Kautionspapiere in 3%ige bis 20. Oktober 1895 verständigte. Daraus wurde auf eine bevorstehende Konversion geschlossen. Bestärkt wurde das Publikum in diesem Gedanken durch das rasche Fortschreiten der Pfandbriefkonversionen der Hypothekenbanken und Landschaften, bei denen der Impuls vom Darlehensgeschäft ausging. Die 4% verlosbaren Pfandbriefe hatten seit vielen Jahren immer dieselben Kurse; die 3½ %igen dagegen waren von 1886—1895 von ca. 98 auf 103 gestiegen. Nach der pommerschen Landschaft hatte die schlesische 417 Millionen Mk. Pfandbriefe in 3%ige konvertiert. Weitere Zinsreduktionen anderer Landschaften auf 3% standen in Aussicht; der Kursrückgang der 3½ % Pfandbriefe auf 100,80 deutete darauf hin. Laut der Berliner Börsenzeitung mußte nach Durchführung dieser Konversionen für 90 Millionen Mk. 3½ % Pfandbriefe die Rückzahlung geleistet werden und auch nachher zeigte sich, daß viele Besitzer, die ursprünglich in die Zinsreduktion eingewilligt hatten, ihre Pfandbriefe auf den Markt warfen [1]). Selbst nach der Intervention der Reichsbank zur Durchführung der Konversionen — nach dem Bericht des Reichsbankpräsidenten Dr. Koch im Reichstag am 18. Juni 1896 waren in neun Jahren zur Erleichterung der Pfandbriefkonversionen allein in Schlesien 100 Millionen Mk. ausgeliehen worden — haben diese offenbar

[1]) Häufig wurden, so z. B. bei den Konversionen der Hypothekenbankpfandbriefe, nur die Konversionsprämien eingesteckt, die Pfandbriefe aber möglichst bald abgestoßen. Dagegen suchte sich ein Teil der Anstalten zu sichern, indem sie die Börsennotierung der niedriger verzinslichen Pfandbriefe (1896 und 1897 z. B.) verzögerten.

Mißerfolg gehabt. Der nachfolgende Kursrückgang (Anfang September 1896 sanken 3½ % landschaftliche Pfandbriefe unter Pari bei einer Rentabilität der Staatsfonds von leicht über 3%) und die Deklassierung haben den später durchgeführten Staatskonversionen sehr geschadet.

Mitte Juni 1895 kam die Aufwärtsbewegung der 3½ % Reichsanleihen, die damals nur noch zwei Punkte unter der französischen Rente notierten, zum Stillstand. Eine seit April 1895 rege Spekulationstätigkeit in den rasch sich vermehrenden Dividendenpapieren sowie in südafrikanischen Goldminen erzeugte Reportsätze von 6% Ende Juni und in der zweiten Hälfte des Oktober eine bis Ende 1895 dauernde Geldknappheit, welche die 3% Reichsanleihe um zwei Punkte zurückwarf. Mit den leichteren Geldverhältnissen Anfang 1896 erreichten die 3% Konsols auch wieder den Paristand. Jetzt aber wurde die Gründungstätigkeit beschleunigt. Herbst 1896 deutete bereits alles darauf hin, daß man mit einer länger andauernden Geldverteuerung zu rechnen haben werde. Der Absatz 3½ % Pfandbriefe kam bereits damals ins Stocken. Namentlich die jüngeren Hypothekenbanken, 1897, 1898 und 1899 aber allmählich fast alle mußten zum 4% Typus, 10 Jahre unkündbar, zurückkehren, um den Absatz ihrer Pfandbriefe aufrecht zu erhalten. Unter diesen ungünstig gewordenen Marktverhältnissen ging die Konversion von 5683 Millionen Mk. 4% Staatsfonds vor sich. Die Anregungen hierzu gingen verschiedentlich von den Parlamenten aus. Im Reichstag drängten am heftigsten die Agrarier [1]) und Sozialdemokraten zur Konversion. Letztere verlangten sogar [2]) die Konversion in 3% ohne alle Rücksicht auf die bei den landwirtschaftlichen Pfandbriefen gemachten schlimmen Erfahrungen. Es kam natürlich nur eine Konversion in 3½ % in Frage.

Ende Mai 1896 ließ sich der bayerische Finanzminister die Ermächtigung geben, in jedem beliebigen Augenblicke die Konversion der 4% bayerischen Staatsobligationen in 3½ % im Betrage von 1090 Millionen Mk. vornehmen zu dürfen. Ende

[1]) Argument: Konversion der Staatsfonds sei unerläßliche Vorbedingung der Verbilligung des Grundkredits.

[2]) Reichstagsverhandlungen am 2. Mai 1896.

August 1896 schritt Bayern als erster deutscher Staat unerwarteterweise zur Zinsherabsetzung auf 3½ %. Am 18. August war der Kurs der 4%igen noch 105,10, am 5. September nur noch 103,70, der der 3½ %igen war wesentlich über pari (am 28. August ca. 105); hierin lag die Vorbedingung für das Gelingen der Konversion. Der Modus war der bisher in Frankreich übliche, der hernach auch in Preußen und dem Reiche angewendet wurde. Wer nämlich bis 15. September nicht Barrückzahlung verlangt hatte, dessen Zustimmung zum Konversionsvorschlag wurde ohne weiteres angenommen. Den Kapitalisten wurde also die ihnen unangenehme und unbequeme Einreichung erspart, was sie der Konversionsannahme günstiger stimmte. Bis zu welchem Zeitpunkte die eingereichten Obligationen zur baren Heimzahlung gekündigt wurden, blieb der Regierung vorbehalten. Für die Staatskasse war daher der Kursrückgang ohne Gefahr. Zur Beschränkung von Kapitalverschiebungen wurde die 4% Verzinsung bis 31. März 1897 den Konvertierenden zugestanden. Die Regierung verschmähte die Mitwirkung der Provinzbanken. Mangels einer Interventionsstelle aber trat nach der Konversion ein empfindlicher Kursdruck ein. Fehlerhaft an ihr war, daß die Unkündbarkeit der neuen 3½ %igen auf eine Anzahl Jahre nicht garantiert worden war. Ein ausdrücklicher Verzicht der Regierung auf weitere Konversion innerhalb einer bestimmten Zeit hätte manchen Kapitalisten zum Festhalten am bisherigen Besitz bewegt.

Auch die Aussicht auf die Zinsherabsetzungen in Preußen und dem Reiche, über deren Bevorstehen die Presse schon im August berichtet hatte, veranlaßte zu starken Verkäufen 4% Staatsfonds. Diese fielen viel stärker als die 3½ %igen und standen öfters unter letzteren im Kurse. Anfang Oktober 1896 kam die offizielle Meldung, im preußischen Kronrate sei die Zinsherabsetzung beschlossen worden. Dies geschah also in einem Momente, in dem die Symptome einer länger dauernden Geldverteuerung bereits wahrnehmbar waren, während von 1894—1897, d. h. zur Zeit der größten Geldabundanz, die Regierung die Frage nicht für spruchreif gehalten hatte [1]).

[1]) In diese Zeit war die eigentliche Konversionsära gefallen: Frankreich, Norwegen, Schweden, Holland, Belgien, Dänemark, Rußland etc.,

November 1896 wurde der preußische Finanzminister zur Konversion von 3590 Millionen Mk. 4% Konsols in 3½%, bis 1. April 1905 unkündbar, ermächtigt. Die Einführung dieser Sperrfrist war nach den Erfahrungen bei der bayerischen Konversion nur zu billigen. Am 29. Dezember 1896 wurde die Konversion mit event. Rückzahlungsforderung bis 20. Januar 1897 in Angriff genommen; ein Kursstand der 3½%igen von 103,70 sicherte den Erfolg. Die Kündigung der 4%igen wurde in der Bekanntmachung des Finanzministers nicht ausgesprochen, vielmehr bot man den Inhabern nur den Umtausch in 3½%ige an. Die neuen 3½% Konsols verzinste man bis 30. September 1897 noch mit 4%, um die Deklassierung abzuschwächen. In genau dieselbe Zeit fiel die Konversion Württembergs für 317 Millionen Mk. in 3½% mit Sperrfrist für 10 Jahre. Unmittelbar nach Beendigung dieser Konversion nahm Baden eine solche für 236 Millionen Mk. vor und zuletzt am 8. März 1897 [1]) auch das Reich für 450 Millionen Mk. 4% Reichsanleihe mit Barheimzahlungsfrist bis 8. April. Die 4% Reichsanleihen waren im zweiten Semester 1896 unter dem Drucke der übrigen Konversionen um 2% und damit auf den Kurs der 3½%igen (103,80) gesunken. Nach Veröffentlichung des Reichsanzeigers war vor der Kündigung den Inhabern die Umwandlung ihrer 4% Obligationen in 3½% anzubieten.

Die Ersparnisse aus den fünf Konversionen beliefen sich auf 28,409 Millionen Mk. Die Konversionen hatten scheinbar vollen Erfolg. Die Rückzahlungsforderungen wenigstens waren sehr beschränkt infolge des Überparistandes der 3½% Fonds. Aber die neuen höher rentablen Werte waren in jener Zeit bereits so zahlreich, daß bald eine sehr starke Deklassierung eintrat und das Interesse an Dividendenpapieren mächtig zunahm. Siemens äußerte sich hierüber 1900 im Reichstage, ein großer Teil der übertriebenen Entwicklung der Industrie komme von den Konversionen. Daher verdanken wir auch zum Teil der Unzeitmäßigkeit ihrer Durchführung die überaus schlechte

---

ferner in Preußen fast alle größeren Städte, landschaftlichen Kreditinstitute, Hypothekenbanken, sie alle hatten den geeigneten Zeitpunkt der Konversion nicht verpaßt.

[1]) Anfang 1897 war der Entwurf dem Reichstage übergeben worden.

Haltung der Staatsfonds in den folgenden Jahren. Der Verkaufsandrang von Staatspapieren nahm zu, sobald man sah, daß ihr Besitz mit immer mehr Verlust verknüpft war, die Hausse der Dividendenpapiere aber reichlichen Gewinn versprach. Das Publikum hatte hierin genügend Auswahl und wollte gerade in solcher Zeit sich nicht mit dem geschmälerten Zinsertrag begnügen. Zu Hilfe kamen ihm obendrein die Hypothekenbanken, die durch ihre über das ganze Land verbreiteten Verkaufstellen nunmehr höher verzinsliche 4% Pfandbriefe gegen Staatsobligationen eintauschten.

In Deutschland hat man also weniger gegen das Postulat der Einfachheit der Konversionen als gegen das der Wahl des richtigen Zeitpunkts verstoßen und dadurch Störungen am Staatsfondsmarkte verursacht.

Achtes Kapitel

Klassierung des Staatsfonds

Der französische Staat hat verstanden, durch die vielerlei jetzt hinlänglich zur Sprache gekommenen Mittel den öffentlichen Kredit und Sparsinn im Lande mächtig zu entwickeln und eine große kapitalkräftige Rentierklasse mit dauerndem Anlagebedürfnis als sichere Abnehmer für seine Anleihen heranzuziehen. Napoleon III. nannte dies Demokratisierung des öffentlichen Kredits. Eine wichtige Voraussetzung hierfür war die gleichmäßige Verteilung des beweglichen und unbeweglichen Vermögens, die Wohlhabenheit der Bevölkerung und der alte Kapitalreichtum des Landes. Nach Neymarck entfällt zum größten Teil das französische Mobiliarvermögen auf kleinere Kapitalisten, die Vermögen bis zu 20000[1]) Fs. in Staatspapieren angelegt haben. Den Charakter dieser Vermögensverteilung trägt auch die Rentenklassierung. „Die Staatsschuld ist eine wahre Nationalschuld und eine große Sparkasse des mittleren und kleineren Erwerbs“[2]). Von dem allmählichen Eindringen der Renten ins Volk gibt uns die Statistik der Renteninskriptionen Aufschluß. 1830 war die Zahl der Staatsrentenbesitzer 125000[3]). 1856 rechnete man, daß mehr als $^7/_{12}$ der in Umlauf befindlichen Renten in festen Händen waren. Von den damals ausgegebenen 284,7 Millionen Fs. Rente

[1]) Die Verteilung des Reichtums läßt sich jedoch statistisch nicht nachweisen. Denn eine Einkommensteuer existiert nicht und auch die Erbschaftssteuer liefert keine genügenden Anhaltspunkte, da die Verwaltung die Erbschaften nicht nach ihrer Größe klassiert.

[2]) L. v. Stein, Finanzwissenschaft.

[3]) Nach Aufstellungen von Marquis d'Audiffret in seinem système financier de la France.

waren nämlich 55,4 Millionen Fs. im Besitze von Instituten, die nach ihren Statuten nicht zur Veräußerung berechtigt waren. Aber auch von den 229,3 Millionen Fs. Rente, die auf die Namen einzelner Privatleute lauteten, war der bei weitem größere Teil feste Kapitalanlage, der nur bei außerordentlichen Gelegenheiten auf dem Markte erschien. Darunter befanden sich Anlagen für die Gläubiger der Depositenkasse, als Kautionen figurierende Renten, Anlagen von Handels- und Versicherungsgesellschaften, die disponiblen Fonds der Bank. Nur ein verhältnismäßig kleiner Teil dieser Rente, dann der Rest von 3,6 Millionen, der sich im Besitz von einzelnen Bank- und Wechselagenten befand, sowie vielleicht 16 Millionen, die auf den Überbringer lauteten, nahmen am Börsenspiele teil[1]). Im Jahre 1869 war die Zahl der Inskriptionen 1254000, darunter 238000 auf den Inhaber[2]). Man darf aber nicht etwa eine gleich hohe Zahl von Rentenbesitzern annehmen; denn ein und dieselbe Person kann mehrere Arten Renten haben, oder mehrere Inskriptionen derselben Gattung von Renten können für eine Person bestehen. Gewöhnlich vereinigen aber Besitzer mehrerer Zertifikate dieselben. Daher sind selten 2—3 Inskriptionen auf den Namen desselben Besitzers zu finden. Unter Berücksichtigung doppelter Zählungen wurde 1869 die Zahl der Rentenbesitzer auf 700—800000[3]), im Jahre 1901 aber auf über 2 Millionen geschätzt[4]). Nicht von einzelnen Anlegern, sondern von der ganzen Nation werden die Renten in Händen gehalten. Von der 1901 auf 814½ Millionen Fs. sich belaufenden Zinsenlast der Staatsschuld gehörten 166 Millionen Fs. verschiedenen öffentlichen Kassen[5]) und waren also dem Verkehr entzogen. Hierzu kann man auch die in der Banque de France damals deponierten 200 Millionen Fs. Rente rechnen. Es waren demnach 455 Millionen Fs. Rente oder

---

[1]) Nach Hock, a. a. O.

[2]) Paul Leroy Beaulieu, Finanzwissenschaft.

[3]) Dictionnaire de commerce, Léon Salefranque.

[4]) Paul Leroy Beaulieu, Finanzwissenschaft.

[5]) Ehrenlegion, Depositenkasse (eigenes Vermögen und für Sparkassen), Invalidenkasse, Universitätskassen, Caisses des offrandes nationales, Ministerien etc.

nur ca. 56% der gesamten Rentensumme im freien Verkehr. Die nach offiziellen Angaben zusammengestellte Tabelle 36 ergibt, daß im Jahre 1899 von dem Gesamtbetrag 3½% Renten 52,7%, 3% ewiger Rente 77,85%, und 3% amortissabler Rente 80% auf Namen lauteten und also in der Regel als definitive Kapitalanlagen anzusehen waren. Diese Prozentzahlen lassen direkt auf die ausgezeichnete Klassierung der französischen Staatsfonds schließen.

Gerade entgegengesetzt der Entwicklung in Frankreich ist die Besitzverteilung der englischen Konsols. Die Zahl der im Staatsschuldbuch verzeichneten Konsolkonten ist immer weiter zurückgegangen:

1855	auf . . .	246 166
1880	„ . . .	204 575
1884	„ . . .	180 430 [1]
1888	„ . . .	169 235 Konti.

Der größte Teil der englischen Staatsschuld wird von 541 Konsolbesitzern mit 2000 £ und mehr Konsolbesitz [2]) festgehalten. Von einer Rentierklasse als Staatsgläubiger wie in Frankreich läßt sich nicht reden, da weniger als 169000 Personen an der Staatsschuld interessiert sind (mehrere Konti für ein und dieselbe Person!). Die durchschnittliche Höhe der Konten war z. B. 1857 2900 £, 1888 ca. 3600 £ [3]), ist also in relativ kurzer Zeit um einen starken Prozentsatz gewachsen. Bis zum Ausbruche des südafrikanischen Krieges hat die Staatsschuld rapid abgenommen. Die Zahl der kleinen Besitzer mußte also zurückgehen. Wer sind nun aber die großen Besitzer, bei denen der größte Teil der englischen Nationalschuld konzentriert ist? Vornehmlich Banken, Versicherungsgesellschaften, Eisenbahngesellschaften, Industriegesellschaften, der Staat für Sparkassen und Gerichtshofdepositen etc. Den Anteil dieser privaten und öffentlichen Kassen an der fortwährend zunehmenden Immobilisation der öffentlichen Schuld werden wir jetzt festzustellen suchen, soweit dies nicht schon in Kapitel VI zu geschehen hatte.

[1]) Siehe Tabelle 37.

[2]) Paul Leroy Beaulieu, Finanzwissenschaft.

[3]) Neuere Ziffern waren mir nicht zugänglich.

Nächst der Regierung haben die Banken, die allgemein einen Teil ihrer laufenden Fonds und Reservefonds in erstklassigen Werten zu belegen pflegen, die größten Konsolbestände aufgehäuft. Gerade in neuerer Zeit hat die Gewohnheit der Anlage von Geldern in Effekten sehr stark zugenommen; z. B. die Capital and Counties Bank hatte 1880 einen Besitz an englischen Staatspapieren von 417000 £, 1890 von 2410000 £; die Lloyds Bank 1880 ca. 500000 £, 1890 von 4801000 £; die National Provincial Bank 1900 8,9 Millionen £. Die Effektenbestände sämtlicher, in Tabelle 39 aufgeführten Depositen-, Kolonial-, Auslands- und Privatbanken stiegen von 1892 mit 218,2 Millionen £ auf 280,24 Millionen £ im Jahre 1903. Davon waren 1892 111 Millionen £, 1903 129,9 Millionen £ [1]) britische Staatspapiere; d. h. von den Effektenanlagen entfielen auf britische Regierungssicherheiten 47%. In Wirklichkeit ist die Verhältniszahl noch viel bedeutender, da in den übrigen Effektenanlagen, die von 107,16 Millionen £ auf 150,29 Millionen £ gleichzeitig gestiegen sind, ebenfalls Konsols figurieren [2]). In der Auswahl der Effekten sind die englischen Banken im Gegensatz zu den deutschen auch jetzt noch sehr exklusiv. Für sie kommen als Anlagen in der Hauptsache nur Regierungssicherheiten und einige bessere Korporationsstocks, Kolonialfonds und Eisenbahnobligationen in Frage. Solche Effektenanlagen haben prozentual rascher zugenommen als die Konsolbestände [3]). Auch Reservefonds Londoner Banken werden vorzugsweise in Konsols angelegt. Bei 82 englischen Depositenbanken betrug am 30. Juni 1900 die Summe der Depositen

---

[1]) Bis in die Zeit nach dem Burenkriege hatten die meisten englischen Banken freiwillig ihren Konsolbesitz bis auf den Kurs von 90 abgeschrieben und so in die Bilanzen eingestellt. Seitdem die Konsols in neuester Zeit noch weiter im Kurse gesunken sind, haben sich die Londoner Banken nach Mitteilungen des Bankers Magazine vom Oktober 1903 zu weiteren Abschreibungen bis auf 85 entschlossen. Durch den starken Preisfall der Konsols anläßlich des Transvaalkrieges sind den Banken trotzdem gewisse Schwierigkeiten entstanden.

[2]) Deren Höhe kann jedoch, da eine Anzahl von Banken den Konsolbesitz von den übrigen Effektenanlagen nicht gesondert in die Bilanzen einstellt, nicht ermittelt werden.

[3]) Siehe Tabelle 39.

572 Millionen £. Davon waren 27,6% in erstklassigen Effekten festgelegt, ebenso Reservefonds in der Höhe von 31 Millionen £ [1]). Provinzbanken übergeben meist ihre Reserven den Londoner Banken, teilweise besitzen sie jedoch auch Effekten. Endlich ist ein Teil des Konsolbesitzes der Banken auf folgende Art immobilisiert: Eine Reihe von Instituten reserviert für Munizipalitäten, um als Kassenführer fungieren zu dürfen [1]), als Spezialunterpfand erstklassige Werte, z. B. hat die London- und Westminsterbank laut Bericht vom 31. Dezember 1900 von 4 Millionen £ 2½% Konsols, die sie als Sicherheit besitzt, 1 Million £ für das London County Council reserviert.

Welche Bedeutung für den Staatskredit kommt der zunehmenden Konzentration des Konsolbesitzes in den großen Portefeuilles zu? Die über das ganze Land verbreiteten Filialen der Londoner Depositenbanken sammeln ungeheure Depositenmengen im ganzen Lande. Die Zinsen für die Depositen ändern sich je nach dem Einkommen der Banken aus ihren eigenen Anlagen. In der Gewinnbildung spielen ihre Effektenanlagen eine große Rolle. Schrumpft, wie z. B. in Zeiten der Stagnation, das Wechselmaterial zusammen, und sinkt der Diskont wie im Jahre 1895 auf ½%, dann sind Konsolanlagen mit 2¼% und noch weniger Verzinsung immerhin gewinnbringend für die Banken. Die Depositenzinsen werden entsprechend der Bankrate ermäßigt, teilweise bis auf ½% [2]). Ein niedriger Realzins der Konsols ist also mit gutem Gewinn für die Banken wohl vereinbar. Diese verstoßen dabei — normale Zeiten vorausgesetzt — nicht gegen das Gebot der Liquidität, da Konsols immer in bedeutenden Summen ohne größere Kursverluste abgestoßen werden können. In Zeiten niedriger Zinssätze also, in denen Konsols ohnedies Haussetendenz haben, werden ähn-

---

[1]) Nach Weber, Spekulations- und Depositenbanken.

[2]) Durchschnittlicher Depositenzins von 1887—1903 nach Bankers Magazine:

1887 . .	1. 19. 6	1892 . .	1. 4. 6	1897 . .	1. 1. 10
1888 . .	1. 18. 0	1893 . .	1. 12. 0	1898 . .	1. 13. 0
1889 . .	2. 2. 0	1894 . .	0. 16. 4	1899 . .	2. 3. 5
1890 . .	2. 17. 9	1895 . .	0. 10. 0	1900 . .	2. 8. 7
1891 . .	1. 16. 8	1896 . .	0. 19. 8		

lich wie bei Sparkassen durch Depositeneinströmen und vermehrte Effektenkäufe mangels anderer rentabler Anlagen die Konsolkurse mit Nachdruck gesteigert. Überdies leihen die englischen Banken an der Fondsbörse bedeutende Kapitalien aus, mit denen Effektenspekulationen nachhaltiger betrieben werden können[1]). Bei Zinsfußspannungen natürlich ist die Art der Besitzverteilung der Konsols bedeutungsvoll für ihre Kurse. Wenn auch unter normalen Verhältnissen die konservativen englischen Banken ihre Effektenbestände eher noch vermehren, so sind sie doch geneigt, mit ihrem Konsolbesitz etwaige Kursgewinne anzustreben. So figurierten z. B. 1897 in den Bilanzen einer ganzen Anzahl englischer Banken Gewinneinnahmen aus Veräußerung großer Konsol- und Effektenposten. Damals hatten die Konsols Kurse von 114 erreicht; die Aktienemissionen waren zahlreicher und ein Steigen der Zinssätze wahrnehmbar. Angesichts der hohen Effektenkurse und rentablerer Verwendungsgelegenheit für ihre Kapitalien haben die Banken nicht nur aufgehört, Konsols aufzukaufen, sondern zum Teil sich die hohen Kurse zu nutze gemacht und größere Effektenposten mit Gewinn veräußert. Beträchtliche Verkäufe scheint die British Linen Company Bank gemacht zu haben, in deren Jahresbericht ein außerordentlicher Gewinn von 103408 £ aus

[1]) Vergleichen wir hierzu die Kursbewegung fester Werte von 1884 bis 1887! Die andauernde Geldflüssigkeit 1884 brachte die Kurse der Rentenpapiere allmählich und stetig in die Höhe. 3% Konsols wegen Konversionsbefürchtungen am wenigsten, stärker schon die anderen britischen Sicherheiten ähnlichen Charakters, am meisten jedoch die Werte geringerer Qualität (siehe Note auf S. 245), welche die Anleger bevorzugten, um eine höhere Rente als aus den bereits teuren erstklassigen Rentenpapieren zu erhalten. Auch die Banken förderten die Hausse der Werte zweiter Güte. Sie trieben nämlich eine riskante und ungesunde Spekulation mit ihrem Konsolbesitz, indem sie einen Teil davon von Liquidation zu Liquidation an der Börse ausliehen und mit dem erhaltenen Gelde Operationen in Effekten geringerer Qualität machten. So nährten sie künstlich die Haussespekulation. Bei Zinsfußspannungen natürlich wird durch die vorhergegangene Spekulationstätigkeit die Liquidation erschwert, eventuell zum Nachteil für die Konsolkurse. Auf Grund derartiger Geschäfte der Banken verringerte sich die Rentabilitätsdifferenz zwischen Konsols und den anderen Marktwerten in den Jahren 1884 bis 1887. Vgl. hierzu die Kursentwicklung 1894—1897. Kapitel VI.

Realisation von Effektenanlagen figuriert. Sieht man in den Konten nach, so zeigt sich in den britischen und kolonialen Regierungssicherheiten und garantierten Stocks eine Reduktion von 430000 £ verglichen mit der letzten Bilanz [1]). Die Yorkshire Company hat 1897 mit Geldern, herrührend von solchen Realisationen, ihren Reservefonds um 60000 £ erhöht. Die Jahresbilanz der Nationalbank weist eine Reduktion der Regierungsstocks und Exchequer Bonds von 157787 £, der Regierungs-, Korporationstocks und anderer Sicherheiten aber eine solche von 117526 £ auf. Der Gewinn aus diesen Verkäufen betrug 17074 £. Auch die Oldham Joint Stock Bank kündigte einen Gewinn aus solchen Abgaben an. Die schottischen Banken haben 1896—1899 ihren nachweisbaren Konsolbesitz um 2,312 Millionen £ verringert. Derartige Geschäfte erklären zum Teil 1897—1899 die Abnahme der Konsolanlagen und das relativ schwache Anwachsen der Effektenbestände der Banken. Ähnlich berichtet Weber [2]), daß einige Banken im Effektengeschäfte auf eigene Rechnung bis zu 80000 £ in einem Jahre gewonnen haben. Er fügt hinzu: „Sicher ist, daß heute das Effektenportefeuille der englischen Depositenbanken qualitativ minderwertiger ist, als vor 10—20 Jahren. In Effektenengagements und Börsengeschäften erblicken die englischen Banken ein lukratives Geschäft." Es scheint also bei den englischen Banken die Sitte, die gekauften Konsols dauernd im Portefeuille zu behalten, doch nicht so tief eingewurzelt zu sein, wie Delbrück meint, wenn er die Gefahr, die in dem engen Zusammenhange der Anleihekurse mit der Bewegung des Bankkapitales liegt, vorwiegend nur als theoretisch zutreffend betrachtet. Dem geschäftlichen Interesse der Banken entspricht eben nicht immer, die Konsols nur als Aushängeschild für die Kreditwürdigkeit zu benützen, sondern auch einen Teil davon zu geeigneter Zeit zu veräußern. Je mehr der Wechsel- über den Effektenzins steigt, desto eher werden die Banken sich von Konsolanlagen abwenden und Diskonten und Reports bevorzugen. Mittels höherer Depositenzinsen ziehen sie Kapitalien

[1]) Nach Bilanzen abgedruckt in The Economist 1897 und folgende Jahrgänge. Vgl. ferner The Economist, 22. Januar 1898 und 2. Juni 1897.

[2]) Spekulations- und Depositenbanken, S. 177.

an. Steigern sich die Zinsfußspannungen empfindlich, dann werden die an der Börse ausgeliehenen Gelder wieder zurückgezogen und die bisher unterhaltenen bedeutenden Engagements in Konsols und anderen Effekten liquidiert; die veräußerten Konsolmassen aber belasten den Markt.

Sinkt der Wechsel- und damit auch der Depositenzins der Banken stark unter den Effektenzins, dann macht sich in England die Tendenz bemerkbar, daß die Kapitalien, statt in die Banken zu wandern, in Konsols investiert werden. Diese Tendenz tritt schon bei einem Depositenzins von 1½ % hervor. Wenn in England trotz dieses engeren Zusammenhanges von Effekten- und Wechselzins die Kursschwankungen der Konsols nicht bedeutender sind, so hängt das vornehmlich mit der allseitig wirksamen Organisation der Nachfrage, dem äußerst widerstandsfähigen Konsolmarkt u. a. m. zusammen. Der erworbene Reichtum des Landes, der nicht mehr in fernerer Produktion Verwendung findet, ist sehr bedeutend und eine Menge Kapitalien stets bereit, sich mit ganz niedrigen Konsolzinsen zu begnügen.

Selbst bei diesem England eigentümlichen Zusammenwirken der Kapitalien hat man sich dort über die Gefahren, die aus der Abhängigkeit des Staatskredites von dem Bankenstatus erwachsen können, nicht hinwegzusetzen vermocht. Mit der Konzentration des Staatsfondsbesitzes in wenigen Händen kann das Unterbringen neuer Anleihen erschwert werden. Bei der Goschenschen Konversion lag die Gefahr für das ganze Glücken der Operation darin, daß die Konsols den kleinen Leuten immer mehr entfremdet und von den Banken zu temporärer Anlage großer Barbestände in Beschlag genommen worden waren. In kritischen Zeiten irgend welcher Art kann durch das Zusammentreffen ungünstiger Umstände die enge Verbindung des Bankenkapitals mit dem Staatskredite für diesen verhängnisvoll werden. Die englischen Banken gleichen da einer Festung, die möglicherweise von allen Seiten auf einmal angegriffen werden kann. Die Provinzbanken verlassen sich auf die Londoner Banken, diese auf die Bank von England [1]), die bereits von allen Seiten

[1]) Daily News zitiert nach Weber.

in Anspruch genommen ist. Die Banken schreiten zunächst zur Veräußerung der liquidesten Anlagen. Sie ziehen ihre ausgeliehenen Gelder von der Börse zurück, suchen ihre Lombardanlagen zu vermindern und müssen zur Beschaffung weiterer Mittel zu Konsol- und Effektenverkäufen oder zu deren Lombardierung bei der Bank von England schreiten. Der Staat mit seinem Konsolbesitz ist gerade in solchen Zeiten vielleicht zu ähnlichen Manövern gezwungen. Eine Erschütterung des Staatsfondsmarktes ist die nächste Folge. Die rapide Zunahme der Lombardanlagen mit entsprechender Vermehrung der Notenzirkulation aber vermindert bedenklich die Liquidität der Zentralnotenbank. So kann in kritischen Zeiten der frühere Patriotismus der Banken zu einer umso größeren Gefahr für Geldmarkt und Staatskredit werden. Wenn die Bank von England weitere Vorschüsse versagt, ist der Marktzusammenbruch schon nahe. Delbrück hat nur die guten Seiten dieser Art der Besitzverteilung hervorgehoben und stellt jenen Bankenpatriotismus als vorbildlich hin. Im Gegensatz zu seinen Ausführungen ist nachdrücklich zu betonen, daß das Ideal einer guten Klassierung von Staatsanleihen das ihres Eindringens in alle Schichten des Volkes ist, das immer mehr mit der Staatsschuld und dem Wohl und Wehe des Staates verknüpft wird; nicht aber, daß die Staatsfonds durch bedeutende Ankäufe kapitalmächtiger Institute in Händen dieser konzentriert und durch sie dauernd oder vorübergehend in die Höhe gehoben werden. Erst durch das Wachsen der kleinen Besitzer wird die Stabilität der Anleihekurse erhöht. Denn die kleinen Leute können und verstehen nicht, Momentangewinne und Kurschancen auszunützen. Auch in Krisenzeiten politischer, wirtschaftlicher oder finanzieller Art pflegen sie, wie die Erfahrung lehrt, in viel geringerem Maße ihren Rentenbesitz an den Markt zu bringen.

Weniger Gefahr aus plötzlichen großen Verkäufen droht dem Staatskredite von seiten der Lebensversicherungsgesellschaften nach dem heutigen Stande dieses Versicherungszweiges. Bei anderen Arten von Versicherungsgesellschaften kann eine derartige Gefahr durch Bestehen einer umfangreichen Rück- und Mitversicherung, durch die Art der Verwaltung etc. mehr oder weniger ausgeschaltet sein; es handelt sich hier mehr um

individuelle Fragen. Der Effektenbesitz englischer Versicherungsgesellschaften, industrieller und Handelsgesellschaften ist viel größer als der deutscher Institute. Delbrück ermittelt bei 15 englischen Lebensversicherungsgesellschaften nach Jahresberichten von 1902 einen Besitz an Regierungssicherheiten von 7380000 £ neben 8¾ Millionen £ indischen und kolonialen Werten, ferner bei 6 englischen Feuerversicherungsgesellschaften 642945 £ und bei 15 beliebig gewählten englischen Gesellschaften nach Bilanzen von 1902 resp. 1903 5115100 £ Regierungssicherheiten (ca. 1/10 des Kapitales dieser Gesellschaften).

Dagegen hatten 30 deutsche Lebensversicherungsgesellschaften um jene Zeit unter ihrem Effektenbestand nominal 28452000 Mk.[1]) Reichsanleihen und Konsols; 26 deutsche Feuerversicherungsgesellschaften nach Jahresberichten pro 1902 einen Wertpapierbestand von 98871796 Mk. und 15 deutsche Aktiengesellschaften im selben Jahre 44769000 Mk. eigene Effekten. Endlich besaßen 12 Berliner Großbanken (die Diskontogesellschaft ausgenommen) an Staats-, Kommunal- und Eisenbahnobligationen, Pfandbriefen, ausländischen Staatsfonds, preußischen Eisenbahnaktien und Rentenbriefen 79648000 Mk.[2]) neben 294068800 Mk. eigenen Effekten. Die Effektenanlagen deutscher Finanzinstitute stehen also hinter den englischen bedeutend zurück. Deutsche Reichsanleihen und preußische Konsols, die unter den Effektenanlagen als allein liquid gelten könnten, sind in Deutschland aus Gründen der Anleihepolitik, der Börsengesetzgebung, der Geldmarktkonkurrenz und ähnlichem mehr unbeliebt. Moldenhauer z. B. sagt im Zusammenhang mit den Anlagen der privaten Versicherungsgesellschaften: „Deutsche Staatsfonds sind unbeliebt, da sie nicht nur einen geringen Zins abwerfen, sondern, da bei ihnen auch . . . . . leicht Kursverluste entstehen, die, obgleich häufig nur buchmäßig, den Gewinn, bezw. den Überschuß ungünstig beeinflussen können“[2]). Verkehrt wäre es, mit Delbrück verlangen zu wollen, Banken, Versicherungsgesellschaften, Industriegesellschaften, Sparkassen etc. sollen aus Patriotismus freiwillig

[1]) Delbrück, a. a. O., S. 489 und ff.

[2]) Die Aufsicht über die privaten Versicherungsunternehmungen auf Grund des Reichsgesetzes vom 12. Mai 1901, S. 142.

größere Staatsfondsbestände halten, damit durch eine größere Zahl von Interessenten die Stabilität und der Kurs unserer Staatsfonds sich bessere. Die Unzuverlässigkeit der Kurse und der schwache Markt unserer Staatsanleihen würde nach seiner Meinung allmählich verschwinden, wenn nur erst diese Sitte großgezogen sei. Mit einem erhöhten Patriotismus wäre seiner Ansicht nach, die immer einem goldenen Mittelweg zustrebt, beiden geholfen. Die Liquidität der Institute würde erhöht und der Staat würde besser Kredit bekommen. Im Gegenteil! Der Staat soll gute Schuldenpolitik treiben, dann erweitert sich der Anlegerkreis von selbst! Allmählich eine Sitte, mittels der Delbrück alle seine Forderungen zur Hebung unseres Staatskredites konstruiert, heranzuziehen, hieße das Übel nicht an der Wurzel fassen.

Sollten die deutschen Banken aus ihrem Geschäftsbetriebe heraus zu größerer Anlage in Staatsfonds schreiten, so ist einer solchen Bankpolitik selbstredend nichts in den Weg zu legen. Aber wie die englischen Banken nach dem Prinzipe der Wirtschaftlichkeit handelnd, Konsols aufkaufen, halten sich die deutschen in ihrem eigenen Interesse vorerst von Staatsfondsanlagen zurück, da diese besonders seit dem neuen Börsengesetz geradezu gefährlich geworden sind. Überdies würden unsere Kreditbanken weit eher als die englischen Depositenbanken in Zeiten wirtschaftlichen Aufschwunges sich vor die Notwendigkeit gestellt sehen, angesammelte Staatsfondsbestände zur Erhöhung ihrer Liquidität zu veräußern. Wie die letzte Aufschwungsperiode von 1895—1899 gezeigt hat, wurden durch sie die Mittel der Banken so sehr in Anspruch genommen, daß diese nicht noch an großen Effektenbeständen hätten festhalten können. Der Kredit des Reiches und der Bundesstaaten würde in Verbindung mit unserem Bankensystem starken und bedenklichen Schwankungen ausgesetzt werden.

Über die Besitzverteilung der deutschen Staatsanleihen haben wir keine ähnliche Statistik wie in England und Frankreich, da bei uns die Form der Inhabertitres vorherrscht. Nach Beobachtungen des Reichsbankpräsidenten[1]) war 1896 ein großer

[1]) Verhandlungen des preußischen Herrenhauses, 16. Dezember 1896.

Teil der 4% Papiere in Händen der kleinen Kapitalisten und auch im Kontor für Wertpapiere waren 3/4 der Depots solche unter 10000 Mk. Anläßlich der Konversion von 1897 wurde eine Erhebung über die Klassierung der preußischen Konsols veranstaltet, nach der sich die bis November 1898 abgestempelten 2846,52 Millionen Mk. Konsols auf 275 216 Eigentümer verteilten, so daß auf eine Person 10327 Mk. Konsols kamen. Unter den inländischen Gläubigern befanden sich 16592 juristische Personen, die 694,5 Millionen oder 24,43% des Gesamtbetrages besaßen. Als Eigentum des preußischen Staates figurierten ca. 39 Millionen Mk. In Verwahrung der Reichsbank waren 1900 (als offene Depots) und also dem gewöhnlichen Verkehr entzogen: 1020 Millionen Mk. Reichsanleihen und Konsols (800 Millionen Mk. Konsols und 220 Millionen Mk. Reichsanleihen) [1]). Im allgemeinen kann man sagen, daß in Deutschland die Nachfrage nach Staatsfonds aus dem Publikum nicht so allseitig und intensiv wie in Frankreich sich geltend macht. Die Pfandbriefanstalten haben die beste und treueste Kundschaft sich zu verschaffen verstanden, so daß den Staatsfonds gerade die vielen kleinen und kleinsten Anleger ganz oder teilweise verloren gegangen sind.

[1]) Jubiläumsschrift der Reichsbank.

Schlußzusammenfassung

Die Hauptergebnisse unserer Untersuchung sind somit:

Der verschieden hohe Kursstand der deutschen, englischen und französischen Staatsanleihen ist begründet einerseits in natürlichen, d. h. wesentlich bleibenden und anderseits in künstlichen, d. h. durch Staatskreditpolitik zu ändernden Ursachen.

Die natürlichen Ursachen sind:

1. In Frankreich und England ist die Staatsschuldenlast viel früher zu bedeutenden Summen angewachsen als in Deutschland, wo eine großartige Inanspruchnahme und Entwicklung des öffentlichen Kredits im allgemeinen erst in allerjüngster Zeit erfolgte. Es ist also das verschiedene Alter der Staatsschulden, was eine natürliche Verschiedenheit der Kurse in den drei Ländern bedingt. Waren doch in früherer Zeit in England und Frankreich nur wenige und kaum so gute Anlagearten, wie Staatsfonds sie darstellten, auf dem Markte zu finden. So konnten die Staatspapiere leicht ins Volk eindringen. Sie waren Pioniere für andere Renten. Als die deutschen Staatsschuldenverwaltungen im großen emittierten, war dagegen bereits mit einer sehr heftigen Konkurrenz anderer erstklassiger Geldborger am Markte zu rechnen.

2. Die Konkurrenz der Geldborger zeigt sich einmal in dem Charakter Deutschlands als einer Staatenvereinigung: Hierdurch werden eine Menge verschiedenartiger Staatsfonds mit verschieden hohem Nominalzins und Ertrag

und mit einer mehr oder weniger eng begrenzten Marktfähigkeit geschaffen. Dies beeinträchtigt natürlich die Stetigkeit im Kurse und macht die Staatsfonds bei Kapitalisten aller Art weniger beliebt. In England und Frankreich dagegen konzentrieren sich Angebot und Nachfrage nach Staatspapieren auf nur zwei bis drei Effektenarten.

3. Die Konkurrenz der Geldborger ist aber weiter vor allem in der verschiedenen Verwendung des Kapitals in den drei Ländern begründet. Die industrielle Unternehmungslust der Bewohner des kapitalreichen Frankreich ist heute gering ausgebildet. Die Ursache hiervon ist u. a. die Verzagtheit und Einschüchterung des Publikums seit dem Finanzkrach von 1882, dem Panamakrach und ähnlichen Verlusten. Ferner ist infolge der französischen Hochschutzzollpolitik eine Stagnation des Wirtschaftslebens eingetreten. Somit ist für den Franzosen, der sein Geld anlegen will, die Anlagemöglichkeit eng begrenzt: an neuen Industriewerten herrscht empfindlicher Mangel, der Pfandbrief- und Kommunalobligationenumlauf ist unbedeutend, er wird nur langsam vermehrt und es existieren nur wenige Typen. Die Eisenbahnobligationen sind bereits überzahlt. Die großen jährlichen Neuersparnisse in Frankreich können also hauptsächlich, vom „lopin de terre“ abgesehen, nur Anlage finden in ausländischen Fonds und heimischer Staatsrente. Wie wir sahen, wird die letzte Anlagemöglichkeit am meisten benutzt. Das Streben des französischen Kapitals nach Rente ist damit das, was für die Finanzen bequem ist, da der Staat für seine Anleihen stets genügend Kapitalien und vorteilhafte Kurse bekommt. Für die Volkswirtschaft Frankreichs aber ist es ein Nachteil. Ganz anders in England. Der große Kapitalreichtum dieses Landes findet starke Verwendung in industriellen Unternehmungen. Trotzdem liegen sehr große Kapitalien brach, die dann in Rentenpapieren angelegt werden. Dies geschieht hauptsächlich durch Banken, Versicherungsgesellschaften, Vormundschaften, Finanzinstitute und juristische Personen aller Art, womit sich die Konzentration des Besitzes englischer Konsols in wenigen Händen erklärt. Diese Kapitalien streben weniger nach hoher Rente als nach größtmöglicher Sicherheit

und dauernder Anlage. Daher zum Teil die zeitweisen „Hungerpreise“ der Konsols. Und auch die anderen erstklassigen Anlagemöglichkeiten wie Eisenbahnobligationen und Aktien, Kommunalanleihen und Kolonialfonds werden besonders in Zeiten anhaltender wirtschaftlicher Depression infolge ihrer der allseitigen Nachfrage nicht entsprechenden Vermehrung leicht überzahlt. In Deutschland steht dem Streben nach Verwendung des Kapitals eine große Verwendungsmöglichkeit entgegen: existiert doch eine Unmenge Pfandbriefe, in deren rapider Zunahme und vorzüglich organisiertem Vertrieb eine Hauptursache des schlechten Kursstandes unserer Staatsanleihen zu erblicken ist; ferner existiert eine Menge Reichs- und Bundesstaatsanleihen, die sich rasch vermehren, viele Kommunalobligationen und ausländische Staatsfonds, der großen Kapitalverwendungsmöglichkeit in industriellen Unternehmungen gar nicht zu gedenken. Dieser großen und vielseitigen Verwendungsmöglichkeit aber steht bei uns ein geringerer Kapitalreichtum entgegen.

Dies sind die natürlichen Verschiedenheiten, mit denen die Staatskreditpolitik der einzelnen Länder zu rechnen hat. In dieser Staatskreditpolitik selbst aber liegen weitere Gründe für die Verschiedenheit in der Höhe des Kursstandes der Staatspapiere der drei Länder. Diese Gründe nannten wir die künstlichen, d. h. durch Menschenwillen und Menschenkunst etwa zu ändernde. Ihren Einfluß wollen wir jetzt würdigen.

1. Zuerst sei darauf hingewiesen, daß Frankreich und England die Macht der Staatsgewalt zu Gunsten ihres Staatskredites in Anspruch nehmen, indem sie in hohem Maße die Sparkassen zur Anlage in Staatspapieren zwingen. In Frankreich besteht weiter noch eine ganze Anzahl von Vorschriften, daß Geld in Renten angelegt werden muß, für Finanzinstitute aller Art. Ja die französische Regierung beeinflußt die Finanzmächte zum Hochhalten der Kurse oder verbindet sich gar zeitweilig mit ihnen (théorie du remorquage des rentes) zu diesem Zwecke. Die Folge dieser Politik ist, daß die Kapitalisten der Selbstverantwortung entwöhnt werden und daß sie für die Entwicklung der Renten-

kurse die Regierung verantwortlich machen. Der Anlagezwang in Staatsrenten für die Sparkassen Englands und Frankreichs aber hat, wie unsere Untersuchung ergibt, sowohl für den Staatskredit selbst als auch für die Volkswirtschaft bedenkliche Seiten. In dieser Hinsicht sind Deutschlands Zustände besser; hier nämlich sind die Sparkassen in der Hauptsache in der Wahl ihrer Anlagen frei; sie sind im stande, die Ersparnisse dem Wirtschaftsleben zuzuführen und der private Anleger trägt selbst das ganze Risiko der Zinsschwankung.

Dagegen zeigen sich, wenn wir die Schuldenvermehrung, die Emissionstechnik, das Tilgungswesen und die Börsen- und Stempelgesetzgebung betrachten, die deutschen Verhältnisse in weniger günstigem Lichte. In diesen Elementen aber zeigt sich die Hauptkunst der Staatskreditpolitik.

2. In der chronischen Vermehrung der Schulden des Reichs und einzelner Bundesstaaten liegt das Hauptübel. Reich und Bundesstaaten erschienen, was Zeit und Häufigkeit der Emissionen betrifft, bisher planlos und ohne jegliche Rücksichtnahme aufeinander am Geldmarkte und durchkreuzten sich gegenseitig ihre Dispositionen. Ohne praktischen Erfolg wäre es daher, wenn nur vereinzelt einmal ein Borger den Markt zur Ruhe kommen lassen wollte, so klug an sich eine solche Schuldenpolitik Aller wäre. Es ist vielmehr dringend erforderlich, daß die Regierungen sich für ein Jahr im voraus über ihr Verhalten gegenüber dem Geldmarkt verständigen. In England hat die Regierung von 1856/1901 keine Konsolanleihe mehr aufgenommen und auch in Frankreich hat man von 1891/1901 jede öffentliche Anleihe vermeiden können. Die Renten haben sich inzwischen vorzüglich klassiert. Die Pflege des Marktes hat den Staatskredit gehoben, seine Elastizität erhöht und das Vertrauen des Volkes in die Aufrichtigkeit der Finanzführung gestärkt.

3. Aber nicht bloß die rasche Vermehrung der Staatsschulden an sich zieht bei uns die Kurse dauernd in Mitleidenschaft. Es kommt noch eine fehlerhafte Emissionstechnik hinzu, wie wir es eingehend geschildert haben.

Manche dieser Fehler ließen sich in Zukunft wohl nicht schwer vermeiden. In dieser Hinsicht bietet die Ausbildung der Emissionstechnik Frankreichs mancherlei Nachahmenswertes.

4. Auch das Tilgungswesen, wie es im Reich und in einzelnen Bundesstaaten gehandhabt wird, zeigt ein wenig erfreuliches Bild. Ebenso nämlich wie in Frankreich ist dieses in Deutschland viel zu gering entwickelt. Daher kommen in diesen beiden Staaten nicht die kurserhöhenden Wirkungen einer kräftigen Amortisation (wie in England) zur Geltung. Es fehlt auch die Möglichkeit, kleine Kursminderungen durch Käufe der Tilgungskassa zu verhindern.

5. Zu all diesem kommt die Desorganisation der deutschen Börsen seit dem neuen Börsengesetze und die Stempelgesetzgebung hinzu. Infolgedessen ist die Stetigkeit und Zuverlässigkeit der Kurse unserer Staatsanleihen eine so geringe geworden, daß häufig schon kleine Verkaufaufträge die Kurse ungebührlich drücken. Dies erklärt die Unbeständigkeit der Kurse unserer Staatsfonds. Dies erklärt aber auch, daß zeitweise oder dauernd verfügbare Kapitalien von der hinsichtlich der Wiederveräußerung, nicht hinsichtlich der Solidität geradezu gefährlichen Anlage in deutschen Staatspapieren ferngehalten werden, daß also die Banken dem Vorschlage Delbrücks, mehr Staatspapiere zu dauerndem Besitze zu erwerben, gegenwärtig wohl schwerlich Folge leisten werden. Im Gegensatz zu Deutschland gingen in England und noch mehr in Frankreich Hand in Hand mit dem Streben, den Rentenmarkt auf jede Weise zu erweitern und ein lebhaftes und dauerndes Zeitgeschäft in Staatsrenten zu schaffen, allerlei Erleichterungen an Steuern, Courtage und Börsenstempel. Besonders in Frankreich sind sie recht wesentlich. Sie sind allerdings eine ungerechtfertigte Bevorzugung der Rentenbesitzer.

Unsere Schlußzusammenfassung ergibt also, daß in Deutschland zu den von Natur vorhandenen, also wesentlich bleibenden Ursachen für einen ungünstigeren Stand der Kurse der Staatspapiere als in den anderen zwei Ländern eine Reihe wichtiger

hinzukommen, die durch die Kunst der Staatskreditpolitik zu ändern sind. Wohl kann demnach eine kluge Emissions- und Tilgungspolitik in mancher Beziehung ungünstige Vorbedingungen modifizieren. Aber eine unkluge Kreditpolitik und Börsenpolitik kann auf so schwankendem Boden große Verheerungen anrichten. Hoffen wir, daß in Deutschland eine unkluge Staatskreditpolitik nicht in der Zukunft etwa unerwünschte Folgen zeitige.